

І.М. Школа, А.А. Вдовічен,
О.М. Верстяк, О.В. Соколюк

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ



Міністерство освіти і науки України
Чернівецький торговельно-економічний інститут КНТЕУ

Школа І.М., Вдовічен А.А.,
Верстяк О.М., Соколюк О.В.

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

Чернівці
«Місто»
2015

УДК 65.050.226-56
ББК 330.322
Шко 67

*Рекомендовано Вченою радою
Інституту туризму Федерації професійних спілок України
Протокол №4 від 9 січня 2014 р.*

Рецензенти:

Кифяк В.Ф. – д.е.н., проф., заступник директора з наукової, науково-методичної роботи та міжнародних зв'язків (Чернівецький торговельно-економічний інститут КНТЕУ).

Нікіфоров П.О. – д.е.н., проф., декан економічного факультету (Чернівецький національний університет ім. Ю. Федьковича).

Євдокименко В.К. – д.е.н., проф., проректор з наукової роботи (Буковинська державна фінансова академія).

Школа І.М. Інвестиційний менеджмент [Текст] : Шко 67 навчальний посібник / І.М. Школа, А.А. Вдовічен, О.М. Верстяк, О.В. Соколюк. – Чернівці: ЧТЕІ КНТЕУ. – 368 с.

ISBN

У навчальному посібнику послідовно викладено основні теоретичні, методологічні та практичні питання що інвестицій та управління ними. Сформульовані сутність, мета і задачі інвестиційного менеджменту, розглянуті його методологічні основи та методичний інструментарій. Посібник ознайомлює з принципами функціонування інвестиційного ринку та методами прогнозування його кон'юнктури, сучасними принципами розробки інвестиційної стратегії підприємства, формування інвестиційних ресурсів, управління реальними та фінансовими інвестиціями.

Для студентів вищих навчальних закладів галузі знань 0305 «Економіка та підприємництво» та 0306 «Менеджмент і адміністрування» усіх форм навчання.

Навчальний посібник призначений для вивчення таких дисциплін, як: «Інвестиційний менеджмент», «Інвестування».

**УДК 65.050.226-56
ББК 330.322**

ISBN

© Школа І.М., Вдовічена А.А., 2015
© Верстяк О.М., Соколюк О.В., 2015
© ВІЦ «Місто», 2015

ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА	6
Розділ I. СУТНІСТЬ, МЕТА ТА ФУНКЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ В УМОВАХ РИНКУ	7
1.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств	7
1.2. Види та форми інвестицій	21
1.3. Об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності підприємств	27
1.4. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств, їх особливості в Україні на сучасному етапі	33
1.5. Поняття інвестиційного ринку, класифікація його видів	44
1.6. Кон'юнктура інвестиційного ринку, методи її аналізу та прогнозування	48
1.7. Сутність та мета інвестиційного менеджменту, його принципи і місце у системі загального менеджменту підприємства	52
1.8. Основні завдання та функції інвестиційного менеджменту	53
Завдання для самоперевірки знань	58
РОЗДІЛ II. МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ	59
2.1. Організаційно-методологічні засади інвестиційного менеджменту	59
2.2. Фінансово-математичні основи оцінки вартості грошей у часі	69
2.3. Оцінка інфляції, ризиків та ліквідності в процесі прийняття інвестиційних рішень	92
2.4. Основні методи оцінки доцільності реальних та фінансових інвестицій, їх характеристика	119
Завдання для самоперевірки знань	139
Задачі до розділу II.....	140
Розділ III. УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА.....	156
3.1. Економічна сутність реальних інвестицій	156

3.2. Форми реальних інвестицій підприємства та їхня характеристика.....	162
3.3. Політика управління реальними інвестиціями підприємства.....	168
3.4. Об'єкти реальних інвестицій.....	176
3.5. Оцінка об'єктів реальних інвестицій.....	180
Завдання для самоперевірки знань	188
Розділ IV. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА.....	189
4.1. Особливості та форми здійснення фінансових інвестицій	189
4.2. Характеристика фондових інструментів інвестування	194
4.3. Учасники ринку цінних паперів та їх функції.....	207
4.4. Інститути фондового ринку	211
Завдання для самоперевірки знань	215
Розділ V. УПРАВЛІННЯ ІННОВАЦІЙНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА.....	216
5.1. Економічна сутність інновацій та інноваційного процесу	216
5.2. Об'єкти та суб'єкти інноваційної діяльності та їх функції	226
5.3. Інвестиції та інновації – дві нерозривно пов'язані сфери економічної діяльності.....	238
5.4. Інструменти державної підтримки інноваційної діяльності в Україні	242
5.5. Джерела фінансування інноваційних інвестицій.....	246
Завдання для самоперевірки знань	256
Розділ VI. РОЗРОБЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА	257
6.1. Поняття інвестиційної стратегії, її зв'язок із загальною стратегією економічного розвитку підприємства, порядок розроблення	257
6.2. Принципи і послідовність розробки інвестиційної стратегії підприємств	262
6.3. Основні підходи до обґрунтування стратегічних цілей, напрямів та форм інвестиційної діяльності.....	270

6.4. Обґрунтування стратегічних напрямків і форм інвестиційної діяльності	279
6.5. Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії	289
Завдання для самоперевірки знань	292
Розділ VII. СТРАТЕГІЯ УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА	293
7.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства, принципи, передумови, та порядок розроблення стратегії їх формування.....	293
7.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства	298
7.3. Характеристика джерел формування інвестиційного капіталу підприємства, методичні підходи до оптимізації його структури	306
7.4. Особливості формування інвестиційного капіталу в умовах зовнішніх і внутрішніх обмежень фінансових ресурсів для інвестування.....	310
Завдання для самоперевірки знань	312
Розділ VIII. СУТЬ, ПОРЯДОК РОЗРОБКИ ТА МЕТОДИ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ.....	313
8.1. Інвестиційний проект, його зміст та форми.....	313
8.2. Порядок розробки інвестиційного проекту.....	319
8.3. Бізнес-план інвестиційного проекту	324
Завдання для самоперевірки знань	330
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	331
ДОДАТКИ.....	334

ПЕРЕДМОВА

Серед кола питань, які розглядаються сучасною економічною наукою, проблема інвестицій та інвестиційного процесу належить до першочергових. Як найнестабільніший компонент сукупних видатків інвестиції в ринковій економіці нерідко спричиняють істотні коливання обсягів виробництва та зайнятості. Разом з тим вони є вагомим чинником економічного зростання, тому для розвитку інвестиційного процесу створення належних умов є невід'ємною складовою економічної політики більшості країн.

На сьогоднішній день інвестиційна активність на ринку досить низька, що спричинено суттєвим падінням доходів населення та незмогою створювати заощадження. Політична воля влади та правове поле держави не спрямовані на створення сприятливого інвестиційного клімату, що стримує процес приватизації, не заохочує вітчизняного, а тим паче іноземного інвестора до інвестиційної діяльності.

В цих умовах необхідні кардинальні реформи для стимулювання інвестиційної діяльності в Україні як з боку українських інвесторів, так і шляхом залучення іноземних інвестицій. Запорукою цих реформ повинні стати реальна законодавча база та високоефективні заходи виконавчої влади.

Входження України у світове господарство вимагає піднесення загального рівня економічного і науково – технічного розвитку. Провідну роль у цьому процесі повинно відігравати оптимальне використання інвестицій, як внутрішніх так і зовнішніх.

Оптимізація інвестиційної діяльності як найважливіша умова економічного розвитку стає одним з першорядних завдань переходу країни до нового рівня суспільного розвитку.

Даний навчальний посібник грислужиться студентам вищих навчальних закладів, фахівцям-практикам, усім, хто цікавиться сучасними методами управління підприємством та підвищення його конкурентоспроможності.

Розділ I. СУТНІСТЬ, МЕТА ТА ФУНКЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ В УМОВАХ РИНКУ

- 1.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств.
- 1.2. Види та форми інвестицій.
- 1.3. Об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності підприємств.
- 1.4. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств, їх особливості в Україні на сучасному етапі.
- 1.5. Поняття інвестиційного ринку, класифікація його видів.
- 1.6. Кон'юнктура інвестиційного ринку, методи її аналізу та прогнозування.
- 1.7. Сутність та мета інвестиційного менеджменту, його принципи і місце у системі загального менеджменту підприємства.
- 1.8. Основні завдання та функції інвестиційного менеджменту.

Основні поняття: *інвестиційна діяльність, валові інвестиції, чисті інвестиції, інвестиція, реальні інвестиції, фінансові інвестиції, короткострокові інвестиції, іноземні інвестиції, приватні інвестиції, державні інвестиції, спільні інвестиції, альтернативні інвестиції, безризикові інвестиції, об'єкти інвестиційної діяльності, суб'єкти інвестиційної діяльності, інвестори, інвестиційне середовище (інвестиційний клімат), захист інвестицій, інвестиційний ринок (ринок інвестицій та ринок інвестиційних товарів), інвестиційний менеджмент.*

1.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств

Поняття «інвестиція» виступає первинною категорією, яка є базою побудови ієрархії решти категорій, що відображають відтворення основного та оборотного капіталів. Сам термін «інвестиція» походить від латинського слова «invest», що означає «вкладати».

Інвестиції - одна з найчастіше використовуваних в економічній системі категорій як на макро-, так і на мікро рівні. Проте незважаючи на виняткову увагу до цієї ключової економічної категорії, наукова думка дотепер не виробила універсального визначення інвестицій, яке б відповідало потребам теорії і було б адекватним уявленню конкретних суб'єктів їх здійснення - держави, підприємства, домашнього господарства.

У сучасній економічній літературі різноманітні визначення інвестицій часто трактують цю категорію недостатньо чітко або надмірно вузько, акцентуючи увагу лише на окремих її сторонах. Найбільш типова неточність багатьох визначень полягає в тому, що інвестиції сприймаються як будь-яке вкладення грошей, часто не пов'язане із досягненням суб'єктами інвестування поставлених цілей. До них іноді відносять так звані «споживчі інвестиції» (купівля телевізорів, автомобілів і т.п.), які за своїм економічним змістом не є інвестиціями, оскільки витрачання грошей в цьому випадку пов'язане із забезпеченням довгострокового споживання, починаючи з поточного періоду (якщо їх придбання не передбачає подальший перепродаж з метою отримання прибутку). Інколи помилка полягає в тому, що не розрізняють інвестиційні витрати фінансових засобів і поточні витрати, які обслуговують операційний процес підприємства.

Деякі існуючі визначення пов'язують інвестиції виключно з приростом капіталу або отриманням поточного доходу (прибутку). Хоча в умовах ринкової економіки така ціль є визначальною, інвестиції можуть мати на меті, як економічні, так і позаекономічні цілі вкладення капіталу.

Найчастіша помилка, що зустрічається в літературі, - ідентифікація поняття «інвестиції» з поняттям «капітальні вкладення», що в цьому випадку розглядається як вкладення капіталу у відтворення основних засобів як виробничого, так і невиробничого характеру. Проте, водночас, інвестиції можуть здійснюватися й у приріст обігових активів, в різноманітні фінансові інструменти, в окремі види нематеріальних активів. Отже, капітальні вкладення є більш вузьким поняттям і можуть розглядатися лише як одна з форм інвестицій, але не як їх вичерпне визначення.

В різних розділах науки і різних галузях практичної діяльності зміст поняття інвестиції має свої особливості, а саме:

- в макроекономіці інвестиції є частиною сукупних витрат, що складаються з витрат на нові засоби виробництва, інвестицій в житло, і приросту товарних запасів. Тобто, інвестиції – це частина ВВП, що не спожита в поточному періоді, і забезпечує приріст капіталу в економіці;
- в теорії виробництва, і в цілому в мікроекономіці, інвестиції – це процес створення нового капіталу (засоби виробництва, людський капітал);

- і, нарешті, у фінансовій теорії під інвестиціями розуміють придбання реальних або фінансових активів, тобто це сьгоднішні витрати, метою яких є отримання майбутнього зиску.

Різноманіття понять терміну «інвестиції» у сучасній вітчизняній і зарубіжній економічній літературі значною мірою визначається широтою сутнісних сторін цієї складної економічної категорії. Тому для уточнення змісту категорії «інвестиції» варто розглянути основні характеристики, що саме і формують її сутність:

1. *Інвестиції як об'єкт економічного управління.* Категорія «інвестиції» входить до понятійно-категоріального апарату, пов'язаного зі сферою економічних відносин та економічної діяльності. Відповідно, виступаючи носієм переважно економічних характеристик і економічних інтересів, інвестиції є об'єктом економічного управління як на мікро-, так і на макрорівні будь-яких економічних систем.

2. *Інвестиції як найактивніша форма залучення нагромадженого капіталу в економічний процес.* У теорії інвестицій їх зв'язок із нагромадженим капіталом (заощадженнями) посідає центральне місце. Це визначається сутнісною природою капіталу як економічного ресурсу, що призначений до інвестування. Тільки шляхом інвестування капітал як накопичена цінність залучається до економічного процесу. Проте не весь накопичений підприємством запас капіталу використовується виключно в інвестиційних цілях. Частина грошового або іншого капіталу, враховуючи вимоги ліквідності, являє собою форму страхового резерву, що, зберігаючи пасивну форму, забезпечує ритмічність господарської діяльності, платоспроможність і т.п. Інвестиції ж, на протипагу цьому, варто розглядати як найбільш активну форму використання накопиченого капіталу.

Рівень споживання накопиченого капіталу як інвестиційного ресурсу, що залучається до реального виробничого процесу підприємства, має мінімальні економічні межі. Ці межі визначаються, з одного боку, граничним продуктом капіталу, а з іншого - нормами вибуття (амортизації) капіталу у виробничому процесі для його відшкодування через просте відтворення.

3. *Інвестиції як можливість використання нагромадженого капіталу у всіх його альтернативних формах.* В інвестиційному процесі кожна з форм накопиченого капіталу має свій діапазон можливостей і специфіку

механізмів конкретного використання. Найбільш універсальною з позицій сфери використання в інвестиційному процесі є грошова форма капіталу. Але вона потребує для безпосереднього застосування в цьому процесі в більшості випадків її трансформації в інші форми. Капітал, що накопичений у формі запасу конкретних матеріальних і нематеріальних цінностей, готовий до участі в інвестиційному процесі, має досить вузьку сферу його використання в таких формах.

Використовуваний у інвестиційному процесі капітал у всіх його формах може бути задіяний насамперед у виробничій діяльності підприємства. З цих позицій капітал як реальний інвестиційний ресурс характеризується в економічній теорії як «фактор виробництва». При цьому в процесі виробництва продукції інвестований капітал не є самодостатнім фактором, а використовується в комплексі з іншими економічними ресурсами (факторами виробництва). До основних факторів виробництва, з якими інвестований капітал комплексно взаємодіє у виробничій діяльності підприємства, відносяться праця (трудові ресурси), земля (природні ресурси) та інші.

4. *Інвестиції як альтернативна можливість вкладення капіталу в будь-які об'єкти господарської діяльності.* Інвестований капітал цілеспрямовано вкладається підприємством у формування майна, яке призначене для здійснення різних форм його господарської діяльності і виробництва різноманітної продукції. При цьому з великого діапазону важливих об'єктів інвестування підприємство самостійно визначає пріоритетні об'єкти та інструменти інвестування, що в обліково-фінансовій термінології мають назву «активи». Інакше кажучи, з економічних позицій інвестиції можна розглядати як форму перетворення частини накопиченого капіталу на альтернативні види активів підприємства. З позиції можливостей вкладення капіталу у виробництво різноманітних видів продукції інвестиції характеризуються як комбінаторний процес. У комбінації з іншими факторами виробництва інвестований капітал може бути використаний для випуску як продукції споживчого призначення, так і капітальних товарів у формі засобів і предметів праці (формуючи в останньому випадку відкладене споживання у вигляді запасу реального капіталу).

5. *Інвестиції як джерело генерування ефекту підприємницької діяльності.* Метою інвестування є досягнення заздалегідь визначеного

ефекту, що може мати як економічний, так і позаекономічний характер (соціальний, екологічний та ін.). На рівні підприємств пріоритетною цільовою настановою інвестицій є досягнення, як правило, економічного ефекту, який може бути отриманий у формі приросту суми інвестованого капіталу, інвестиційного прибутку, позитивного чистого грошового потоку, забезпечення зберігання раніше вкладеного капіталу тощо.

Досягнення економічного ефекту інвестицій визначається їхньою потенційною спроможністю генерувати прибуток. Як джерело прибутку інвестиції є одним із найважливіших засобів формування майбутнього добробуту інвесторів, що забезпечується лише в умовах ефективного відбору інвестиційних об'єктів (інструментів). Здійснення такого вибору визначає одну з важливих функцій інвестиційного менеджменту.

6. Інвестиції як об'єкт ринкових відносин. Використовувані підприємством у процесі інвестицій різноманітні інвестиційні ресурси, товари й інструменти як об'єкт купівлі-продажу формують особливий вид ринку - інвестиційний, елементами якого є попит, пропозиція та ціна, і на якому діють певні суб'єкти ринкових відносин. Інвестиційний ринок формується всією системою ринкових економічних умов, тісно пов'язаний з іншими ринками (ринком праці, ринком споживчих товарів та послуг і т.п.) і функціонує під впливом різноманітних форм державного регулювання.

Попит на інвестиційні ресурси, товари й інструменти підприємства обумовлений необхідністю реалізації його інвестиційної стратегії в сфері реального і фінансового інвестування.

Пропозиція інвестиційних ресурсів, товарів та інструментів виходить від підприємств-виробників капітальних товарів, будівельних організацій, власників нерухомості, нематеріальних активів, емітентів, а також різноманітних фінансових інститутів.

Ціна на інвестиційні товари та інструменти в системі ринкових відносин формується з урахуванням їх інвестиційної привабливості під впливом попиту і пропозиції. Вона відбиває економічні інтереси продавців і покупців інвестиційних товарів та інструментів у конкретних умовах функціонування інвестиційного ринку. Ціною інвестиційних фінансових ресурсів, зазвичай, виступає ставка процента, що формується на ринку капіталу.

7. Інвестиції як об'єкт власності і розпорядження. Як об'єкт підприємницької діяльності інвестиції є носієм прав власності і розпорядження. Якщо на початковому етапі інвестування капіталу статус власності і права розпорядження були пов'язані з тим самим суб'єктом, то по мірі подальшого економічного розвитку відбувалося поступове їх розділення. У сучасних умовах підприємство, що використовує різноманітні форми капіталу в інвестиційному процесі, може володіти правами розпорядження без права власності на нього. У цьому випадку права власності і розпорядження капіталом як інвестиційним ресурсом є розділеними в розрізі окремих суб'єктів економіки. Прикладом такого розподілу прав є функціонування капіталу в системі інвестиційних і фінансових інститутів, акціонерних товариств і т.п., коли власники капіталу як накопиченого інвестиційного ресурсу передають права розпорядження ним іншим особам.

Інвестований капітал як об'єкт власності може виступати носієм усіх форм цієї власності – індивідуальної приватної, колективної приватної, муніципальної, загальнодержавної тощо. Носієм статусу власності капітал виступає насамперед як накопичений інвестиційний ресурс.

Інвестований капітал як об'єкт розпорядження може виступати у всіх дозволених законодавством формах і видах цього розпорядження. В економічному процесі роль інвестованого капіталу як об'єкта розпорядження має активний характер стосовно капіталу як об'єкту власності.

Таким чином, використання капіталу як інвестиційного ресурсу в економічному процесі не обов'язково пов'язане з наявністю титулу власності. Це використання може здійснюватися особами, що не є безпосередньо суб'єктами права власності на нього.

Як об'єкт власності і розпорядження інвестиційний ресурс формує також певні пропорції його використання окремими підприємствами, які відбиваються через співвідношення власної позикової його частини, тобто визначаються його структурою. Характеристики структури капіталу впливають на багато аспектів ефективності інвестицій, а відповідно і на характер інвестиційних рішень, що приймаються підприємством.

8. Інвестиції як об'єкт надання переваги в часі. Економічна цінність сьогоdnішніх і майбутніх благ, що пов'язані з інвестиціями, для

власників інвестованого капіталу нерівнозначна. Економічна теорія підтверджує, що сьогоднішні блага завжди оцінюються індивідуумом вище благ майбутніх. Ця особливість економічної поведінки індивідуумів в економічній теорії визначається поняттям «надання переваги в часі», суть якого полягає в тому, що за інших рівних умов можливості майбутнього споживання, порівняно з поточним споживанням, завжди менш цінні. Для того, щоб подолати стереотип надання переваги в часі і спонукати власника капіталу до інвестування, необхідно всупереч споживанню компенсувати йому цю відмову через винагороду у вигляді інвестиційного доходу (прибутку).

9. *Інвестиції як носій фактора ризику.* Ризик є найважливішою характеристикою інвестицій, яка пов'язана з усіма їхніми формами і видами. Здійснюючи інвестиції суб'єкт господарювання завжди повинен свідомо йти на економічний ризик, пов'язаний із можливим зменшенням або неотриманням суми очікуваного інвестиційного прибутку, а також можливою втратою (частковою або повною) інвестованого капіталу.

Рівень ризику інвестицій перебуває у прямій залежності від рівня їх очікуваної прибутковості. Чим вище очікуваний інвестором рівень прибутковості інвестицій, тим вище (за інших рівних умов) супутній йому рівень ризику і навпаки.

10. *Інвестиції як носій фактора ліквідності.* Всі форми і види інвестицій характеризуються певною ліквідністю, яка сприймається як їх спроможність бути реалізованими (за необхідності) за своєю реальною ринковою вартістю у встановлені строки. Ця здатність інвестицій забезпечує можливість вивільнення капіталу, який вкладений в різні об'єкти й інструменти при настанні несприятливих економічних і інших умов у певній сфері підприємницької діяльності, в окремому сегменті ринку або в задіяному регіоні. Процес вивільнення вкладеного капіталу, забезпечений його ліквідністю, називають дезінвестиціями. Вивільнений в процесі дезінвестицій капітал може бути реінвестований в інші об'єкти та інструменти. Таким чином, ліквідність інвестицій дозволяє формувати не тільки прямий, але й зворотній потік капіталу, задіяного як інвестиційний ресурс.

Різноманітні форми і види інвестицій мають різний ступінь ліквідності. Ці розходження визначаються ступенем мобільності

різноманітних форм капіталу як інвестиційного ресурсу, функціональними особливостями конкретних видів реальних інвестиційних товарів (інвестиційних об'єктів) і інвестиційними якостями різноманітних фінансових інструментів інвестування, рівнем розвитку інвестиційного ринку і характером його державного регулювання, кон'юнктурою, що склалася на інвестиційному ринку й в окремих його сегментах і іншими умовами.

Основним параметром оцінки ліквідності інвестицій є її рівень, який визначається виходячи із періоду часу, протягом якого інвестований у різноманітні об'єкти й інструменти капітал може бути конверсійований у грошову форму без втрати його реальної ринкової вартості. Чим нижчий можливий період конверсії раніше інвестованого капіталу в грошову форму, тим більш високий рівень ліквідності має той або інший вид інвестиції.

Всі розглянуті характеристики інвестицій підприємства тісно взаємопов'язані і потребують комплексного відбиття при визначенні їхньої економічної сутності.

Інвестиції підприємства являють собою вкладення капіталу в усіх його формах в різноманітні об'єкти (інструменти) його господарської діяльності з метою отримання прибутку, а також досягнення іншого економічного або позаекономічного ефекту, здійснення якого базується на ринкових принципах і пов'язане з факторами часу, ризику та ліквідності.

На обсяг інвестицій та їх попит в свою чергу в свою чергу впливає багато факторів, розглянемо основні з них, а саме:

- питома вага заощаджень в доходах інвесторів;
- норма чистого прибутку;
- ставка банківського процента.

Зі збільшенням обсягів чистих інвестицій збільшуються доходи. Обсяг інвестицій залежить від розподілу доходу на використання та заощадження.

В умовах низьких середньодушових доходів основна їх частина витрачається на споживання. Зі збільшенням доходів збільшується їх частина, спрямована на заощадження. Вона і є джерелом внутрішніх інвестиційних ресурсів.

Залежність обсягу інвестицій від питомої ваги заощадженої частини доходів показана на рис. 1.1.

Питома вага заощадженої
частини доходів, %

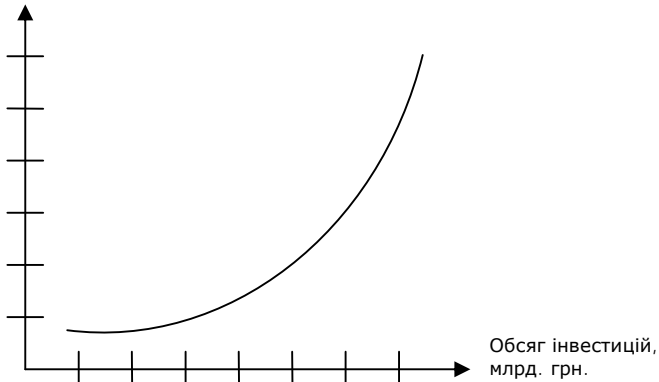


Рис. 1.1. Залежність обсягу інвестицій від питомої ваги заощадженої частини доходів

На обсяг інвестицій істотно впливає очікувана норма чистого прибутку. Як відомо, в умовах ринкової економіки прибуток є основним мотивом інвестування. Зі збільшенням очікуваної норми чистого прибутку обсяг інвестицій збільшується (рис. 1.2).

Ставка позичкового
процента, %

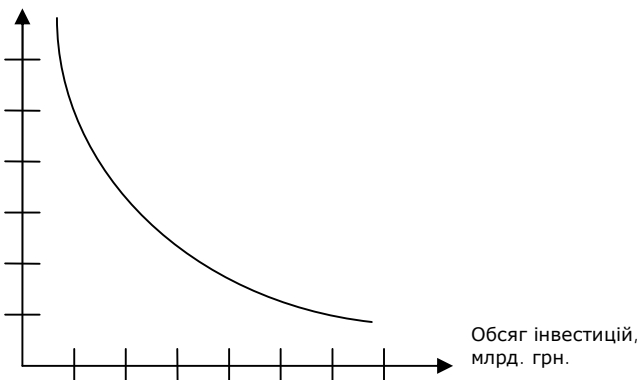


Рис. 1.2. Залежність обсягу інвестицій від очікуваної норми чистого прибутку

На обсяг інвестицій істотно впливає й ставка позичкового процента, оскільки у процесі інвестування використовується як власний, так і позичковий капітал. Якщо очікувана норма чистого прибутку перевищує ставку позичкового процента, то за інших рівних умов інвестування буде ефективним.

Зі збільшенням ставки позичкового процента зменшується обсяг інвестицій, і навпаки (рис. 1.3).

Очікувана норма
чистого прибутку, %

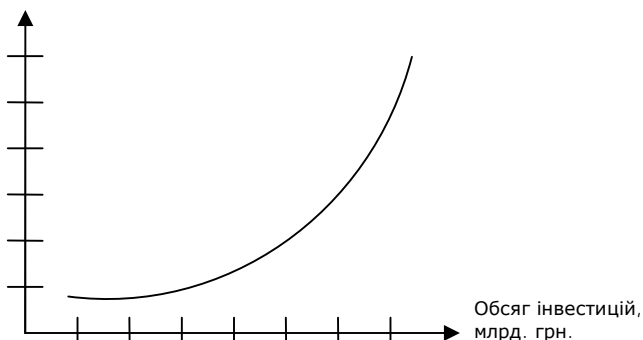


Рис. 1.3. Залежність обсягу інвестицій від ставки позичкового процента

Очікуваний темп інфляції також істотно впливає на обсяг інвестицій. Що вищий очікуваний темп інфляції, то швидше знецінюється очікуваний прибуток після процесу інвестування (рис. 1.4). Цей фактор має вирішальне значення в разі довгострокового інвестування.

Практичне здійснення інвестицій забезпечується через інвестиційну діяльність підприємства, яка є одним із самостійних видів його господарської діяльності і найважливішою формою реалізації його економічних інтересів.

Інвестиційна діяльність підприємства являє собою цілеспрямовано здійснюваний процес формування необхідних інвестиційних ресурсів, збалансований відповідно до обраних параметрів інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) на основі вибору ефективних об'єктів (інструментів) інвестування та забезпечення їх реалізації.

Інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій. Інвестиційна діяльність може проводитись у таких формах:

- інвестування, що здійснюється громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, об'єднаннями й установами, а також громадськими та релігійними організаціями, іншими юридичними особами, заснованими на колективній власності;
- державне інвестування;
- іноземне інвестування;
- спільне інвестування коштів і цінностей громадянами та юридичними особами України й іноземних держав.

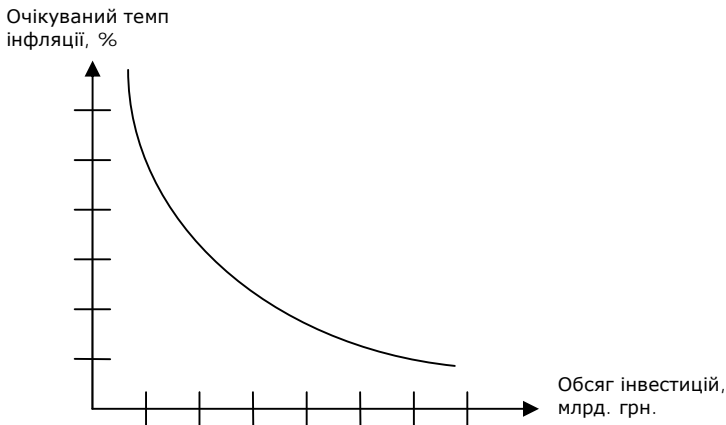


Рис. 1.4. Залежність обсягу інвестицій від очікуваного темпу інфляції

Інвестиційна діяльність підприємства характеризується такими основними особливостями:

1. Вона є головною формою забезпечення зростання операційної діяльності підприємства і відносно її цілей та задач має підпорядкований характер. Незважаючи на те, що деякі форми інвестицій підприємства можуть генерувати на окремих етапах його розвитку прибуток більший, ніж його операційна діяльність, головним стратегічним завданням підприємства є розвиток операційної діяльності, забезпечення умов для підвищення операційного прибутку, який може бути отриманий:

- шляхом забезпечення зростання операційних прибутків при збільшенні обсягу виробничо-збутової діяльності (будівництво нових філій, вихід на інші регіональні ринки; розширення обсягу реалізації продукції за рахунок інвестування в нові виробництва і т.п.);

- шляхом забезпечення зниження питомих операційних витрат (вчасна заміна фізично-зношеного обладнання; відновлення морально застарілих виробничих основних засобів і нематеріальних активів і т.п.).

2. Форми і методи інвестиційної діяльності значно меншою мірою ніж його операційна діяльність залежать від галузевих особливостей підприємства. Цей зв'язок опосередковується тільки об'єктами інвестування. Механізм інвестиційної діяльності практично ідентичний на підприємствах будь-якої галузевої приналежності, що визначається тією особливістю інвестиційної діяльності, яка відбита в її тісному зв'язку з фінансовим ринком (ринком капіталу і ринком грошей), де практично відсутня галузева сегментація. У той час операційна діяльність підприємства здійснюється переважно в межах конкретних галузевих сегментів товарного ринку і має чітко визначені галузеві особливості операційного циклу.

3. Обсяги інвестиційної діяльності підприємства характеризуються суттєвою нерівномірністю по окремих періодах. Циклічність масштабів цієї діяльності визначається рядом умов - необхідністю попереднього накопичення фінансових засобів (інвестиційних ресурсів) для початку реалізації значних інвестиційних проектів, у сприятливих зовнішніх умовах, поступовістю формування внутрішніх умов для суттєвих «інвестиційних ривків».

4. Інвестиційний прибуток підприємства (а також інші форми ефекту від інвестицій) у процесі його інвестиційної діяльності формується зазвичай зі значним «лагом запізнення».

Це означає, що між витратами інвестиційних ресурсів і одержанням інвестиційного прибутку проходить, як правило, достатньо великий період часу, що визначає довгостроковий характер цих витрат.

Як видно з рис. 1.5., при послідовному перебігу інвестиційного процесу інвестиційний прибуток формується відразу ж після завершення інвестування. При паралельному його перебігу формування інвестиційного прибутку можливо ще до повного завершення процесу інвестування. При інтервальному перебігу між періодом завершення інвестування і формуванням інвестиційного прибутку проходить певний час.

5. Інвестиційна діяльність формує особливий самостійний вид грошових потоків підприємства, що суттєво розрізняються по окремих

періодах за своєю спрямованістю. Протягом окремих періодів сума від'ємного грошового потоку від інвестицій підприємства може значно перевищувати суму позитивного грошового потоку по ній. Крім того, сума інвестиційного прибутку по окремих періодах може мати високий рівень коливань.



- *Послідовне протікання процесів вкладання капіталу та отримання прибутку чи соціального ефекту.*



- *Паралельне протікання процесів вкладання капіталу та отримання прибутку чи соціального ефекту.*



- *Інтервальне протікання процесів вкладання капіталу та отримання прибутку чи соціального ефекту*

Рис. 1.5. Форми часової послідовності протікання процесів вкладання коштів і отримання прибутків чи соціального ефекту від інвестицій

6. Інвестиційній діяльності підприємства притаманні специфічні види ризиків, що об'єднуються поняттям «інвестиційний ризик». Рівень інвестиційного ризику, як правило, значно перевищує рівень операційного (комерційного) ризику. Це пов'язано з тим, що в процесі інвестиційної діяльності ризик втрати капіталу (тобто «катастрофічний ризик») має більшу вірогідність виникнення, ніж у процесі операційної діяльності. Механізм формування необхідного рівня інвестиційного прибутку знаходиться в тісному зв'язку з рівнем ризику по даній інвестиції.

7. Найважливішим вимірювачем обсягу інвестиційної діяльності виступає показник чистих інвестицій, який може характеризувати темпи економічного розвитку підприємства. Чисті інвестиції розраховуються як різниця між сумою валових інвестицій та сумою амортизаційних відрахувань, включених до інвестиційних фінансових ресурсів:

$$CI = BI - AB, \quad (1.1)$$

де *CI* - сума чистих інвестицій підприємства у певному періоді;

BI - сума валових інвестицій підприємства в певному періоді;

AB - сума амортизаційних відрахувань підприємства в певному періоді.

Валові інвестиції – це загальний обсяг інвестування за певний період, що спрямоване на нове будівництво, придбання засобів виробництва та приріст товарно-матеріальних засобів.

Чисті інвестиції – це сума валових інвестицій без суми амортизаційних відрахувань у певному періоді. Динаміка чистих інвестицій характеризує економічний розвиток будь-то підприємство, галузь, регіон чи держава.

Динаміка показника чистих інвестицій відбиває тип відтворювальних процесів на підприємстві, потенціал формування його прибутку. Якщо сума чистих інвестицій підприємства є від'ємною величиною (тобто, якщо обсяг валових інвестицій менше суми амортизаційних відрахувань, $(BI-AB < 0)$, це свідчить про зниження його виробничого потенціалу та економічної бази формування прибутку, здійснення звуженого відтворення необоротних активів підприємства. Така ситуація характеризує підприємство як таке, що «проїдає свій капітал». Якщо сума чистих інвестицій дорівнює нулю (тобто, якщо обсяг валових інвестицій дорівнює сумі амортизаційних відрахувань $(BI - AB = 0)$, це означає відсутність економічного росту підприємства і бази зростання його прибутку, тому що його виробничий потенціал залишається при цьому незмінним. У цьому випадку на підприємстві здійснюється лише просте відтворення необоротних активів. Така ситуація характеризує підприємство як таке, що «топчеться на місці»). І, нарешті, якщо сума чистих інвестицій становить позитивну величину (тобто обсяг валових інвестицій перевищує суму амортизаційних відрахувань $(BI-AB>0)$, то це свідчить про те, що забезпечується розширене відтворення необоротних операційних активів підприємства і зростання економічної бази формування його прибутку.

1.2. Види та форми інвестицій

Під терміном «інвестиція» у Законі України «Про інвестиційну діяльність», розуміють: «інвестиціями є всі види майнових й інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності, в результаті якої утворюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект».

Це визначення в основному відповідає міжнародному підходу до уявлень про інвестиційну діяльність як процес вкладання ресурсів (благ, майнових й інтелектуальних цінностей) з метою одержання прибутку в майбутньому. Тобто, воно, по-перше, враховує динамізм інвестицій, а саме розкриває взаємозв'язок, процес перетворення інвестиційних ресурсів у вкладення, витрати і, по-друге, дає гранично широку класифікацію інвестицій та об'єктів інвестиційної діяльності.

Але в залежності від відмінностей інтересів суб'єктів, їхніх мотивів та стимулів в інвестиційній діяльності виділяють три основні форми інвестицій (рис 1.6.).

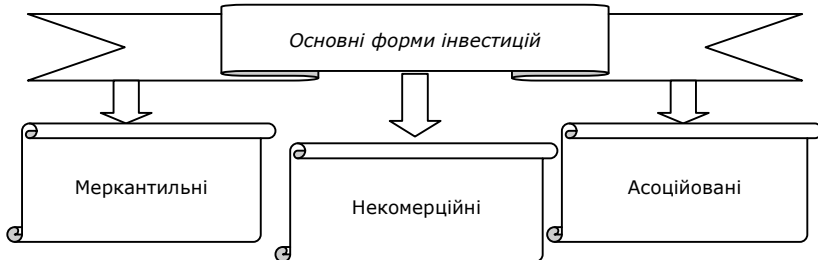


Рис. 1.6. Форми інвестицій

1. Меркантильні, здійснювані за рахунок власних коштів інвестора і такі, що мають пріоритетною метою отримання прибутку;
2. Некомерційні, створювані з метою отримання соціального ефекту;
3. Асоційовані, направлені не на отримання поточних дивідендів, а на досягнення стратегічних пріоритетів.

Виходячи з цього, економічну характеристику інвестицій можна було б сформулювати так: *«інвестиції як економічна категорія відображають відносини, пов'язані з довгостроковим авансуванням грошових, майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти*

підприємницької діяльності, в їхні основні та оборотні фонди, а також у науково-технічний розвиток, якісне вдосконалення виробничої бази та освоєння випуску нових видів продукції від моменту авансування до реального відшкодування й одержання прибутку або соціального ефекту».

Крім того, інвестиції відповідно до закону українського законодавства можуть існувати в грошовій або матеріальній формах, у формі майнових прав та інших цінностей. До інвестицій у грошовій формі належать укладені в них грошові засоби, цільові банківські вклади, паї та цінні папери. Інвестиції у матеріальній формі поділяються на рухоме й нерухоме майно. Інвестиції у формі майнових прав групуються за напрямками: у формі інтелектуальних прав (авторське право, «ноу-хау», інші), у формі прав користування природними ресурсами (землею, іншими ресурсами). Виділяється також група інших цінностей.

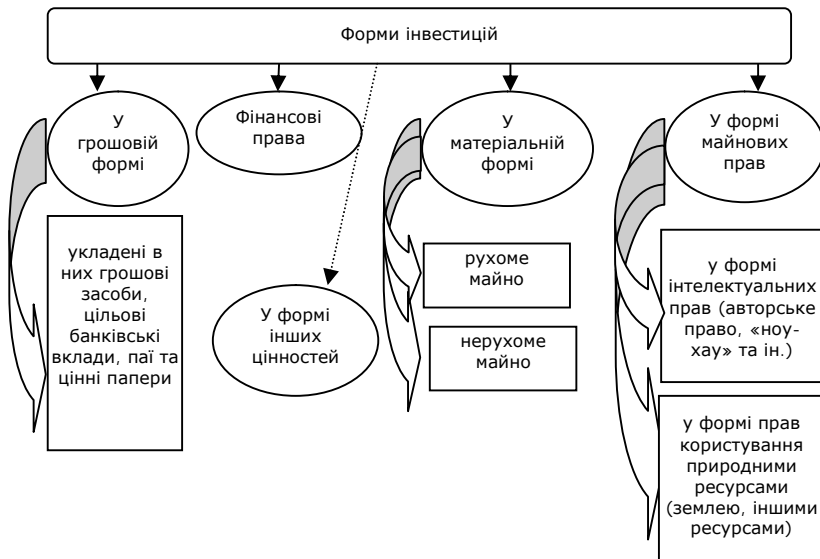


Рис. 1.7. Форми в яких можуть існувати інвестиції відповідно до українського законодавства

Водночас, не можна не погодитися з думкою про те, що існує ще одна важлива форма інвестицій, сутність якої практично не

розглядалася в економічній літературі. Цю форму, можна було б назвати «фінансові права».

Фінансові права впливають із взаємозв'язку інвестиційної діяльності державного регулювання її умов передусім податково-амортизаційними методами. Якщо держава (в особі центральних або регіональних (місцевих) органів влади) надає юридичним і фізичним особам податкові пільги, тобто якщо сума податку на прибуток буде нижчою від законодавчо встановленого максимуму, то відбувається інвестування коштів держави в розвиток даного підприємства.

Така ж ситуація, виникає і в процесі проведення амортизаційної політики, встановленні пільгових норм амортизаційних відрахувань (прискорена амортизація). Саме тому держава, надаючи інвесторам податково-амортизаційні преференції, має оцінювати ефект від цих заходів, виходячи з повернення коштів «фінансових прав» у майбутньому. Власне, розглянуті різновиди інвестицій (як і всіх інших податкових і кредитних пільг) доповнюють класифікацію інвестицій у грошовій формі.

На основі аналізу й узагальнення результатів теоретичних досліджень, методологічних підходів іноземних і вітчизняних вчених, відмічених напрямків розвитку цих досліджень, ми приходимо до висновку, що економічну суть інвестицій можна виразити в наступному визначенню.



Інвестиції – це витрати (вкладання) капіталу у грошовій, матеріальній, нематеріальній формі або частини доходу, яка використовується з метою забезпечення його зростання в майбутньому періоді (тобто не на поточне споживання, а на відтворення всього суспільного та індивідуального капіталу в майбутньому періоді), одержання поточного доходу та вирішення певних соціальних завдань.

Розглянемо класифікацію згідно з наступним загальноприйнятим набором класифікаційних ознак (рис. 1.8):

- об'єкт інвестування;
- характер участі в інвестуванні;
- період інвестування;

- форма власності інвестора;
- регіональний характер інвестицій;
- сумісництво вибору;
- ступень ризику.

Інвестиції в об'єкти підприємницької діяльності класифікуються за певними ознаками.

1. За об'єктами вкладання коштів (майна) розрізняють інвестиції реальні та фінансові.

Під реальними інвестиціями розуміють вкладання коштів (майна) у реальні активи – матеріальні та нематеріальні (іноді інвестиції в нематеріальні активи, що пов'язані з науково-технічним прогресом, характеризують як інноваційні).

Фінансові інвестиції – це вкладання коштів у фінансові інструменти (активи), серед яких превалюють цінні папери.

2. За характером участі в інвестуванні розрізняють інвестиції прямі та непрямі (портфельні).

Пряме інвестування здійснюють інвестори, які безпосередньо добирають об'єкти інвестування та вкладають в них кошти (майно, активи). Як правило, інвестори добре обізнані з об'єктом інвестування і знають механізми інвестування.



Пряма інвестиція – це господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна в статутний капітал (фонд) юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою.

До прямих відносять такі інвестиції, що формують більше 10-25% капіталу фірми та дають право на участь в управлінні підприємством.



Непряма інвестиція (портфельна) – це господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна через інвестиційного чи фінансового посередника.

Оскільки не всі інвестори мають необхідну кваліфікацію для ефективного добору об'єктів інвестування та управління інвестиціями, то певна їх частина купує цінні папери, які випускають інвестиційні та

фінансові посередники. Зібрані кошти посередники вкладають у найефективніші, на їхній погляд, об'єкти інвестування, керують ними, а потім розподіляють одержаний прибуток між своїми клієнтами – інвесторами. Основною рисою портфельних інвестицій є те, що інвестор не має права на участь в управлінні підприємства, а такі інвестиції передбачають лише одержання інвестором дивідендів на акції підприємства або інші цінні папери.

3. За періодом інвестування інвестиції поділяють на коротко- та довгострокові.

Короткострокові інвестиції здійснюють на період до одного року. До них належать короткострокові депозитні вклади, придбання короткострокових ощадних сертифікатів. Довгострокові інвестиції здійснюють на період понад рік. Великі інвестиційні компанії розподіляють їх на чотири види: до двох років; від двох до трьох років; від трьох до п'яти років; понад п'ять років.

4. За формами власності інвесторів розрізняють інвестиції приватні, державні, іноземні та спільні.

Приватні інвестиції здійснюють фізичні особи, а також юридичні особи з приватним капіталом, державні – державні та місцеві органи влади, державні (казенні) підприємства з бюджетних і позабюджетних фондів, власних і позичкових коштів, іноземні – фізичні та юридичні особи іноземних держав, спільні – суб'єкти певної держави та іноземних держав.

5. За регіональною ознакою розрізняють інвестиції в державі та поза її межами.

Внутрішні інвестиції здійснюють в об'єкти інвестування в межах держави, а іноземні – поза її межами. До іноземних інвестицій належить також придбання різних фінансових інструментів інших держав – акцій іноземних компаній, облігацій інших держав тощо.

6. За сумісництвом вибору розрізняють альтернативні – коли є два й більше інвестиційних проектів з однаковими умовами вкладання інвестицій, взаємозалежні інвестиції – це інвестиції, які відрізняються умовами інвестування й напрямками вкладання інвестицій.

7. За рівнем ризику розрізняють – без ризикові інвестиції, низько ризикові інвестиції, середньо ризикові інвестиції, високо ризикові інвестиції (спекулятивні).

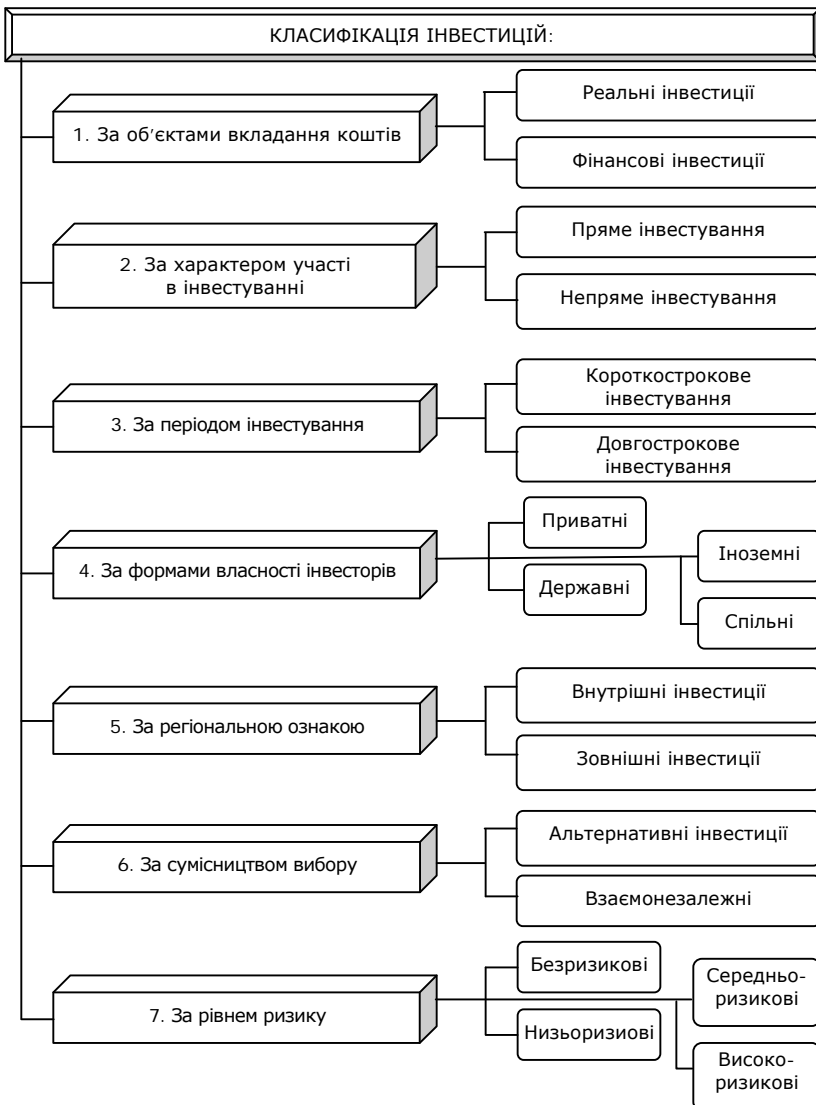


Рис. 1.8. Класифікація інвестицій за ознаками

Наведена класифікація інвестицій відображає їх найістотніші ознаки. У наукових джерелах зустрічаються також інші класифікації.

1.3. Об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності підприємств

Об'єктами інвестиційної діяльності можуть бути будь-яке майно, в тому числі основні фонди й 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.

Забороняється інвестування в об'єкти, створення та використання яких не відповідає вимогам санітарно-гігієнічних, радіаційних, екологічних, архітектурних та інших норм, встановлених законодавством України, а також порушує права та інтереси громадян, юридичних осіб і держави, що охороняється законом.

Суб'єктами (інвесторами та учасниками) інвестиційної діяльності можуть бути громадяни і юридичні особи України та іноземних держав, а також держави.

Інвестори – суб'єкти інвестиційної діяльності, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування.

Інвестори можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, замовники. А також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності. Учасниками інвестиційної діяльності можуть бути громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій, як виконавці замовлень, або на підставі доручення інвестора. Здійснюючи інвестиційну діяльність, підприємство виступає як ІНВЕСТОР. Інвестори класифікуються за певними ознаками:

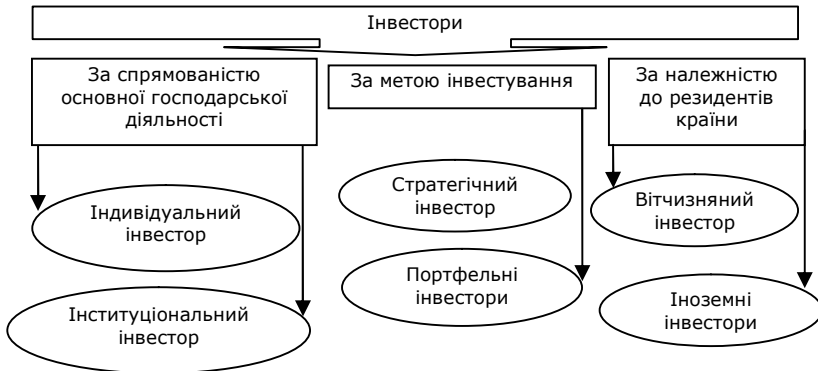


Рис. 1.9. Класифікація інвесторів за ознаками

Законом України «Про інвестиційну діяльність» визначені основні принципи інвестиційної діяльності на основі яких проводять свою діяльність суб'єкти інвестування, а саме:

1. Добровільність інвестування;
2. Рівноправність інвесторів;
3. Захищеність інвестицій;
4. Свобода вибору критеріїв інвестиційної діяльності;
5. Невтручання органів державної влади і управління в інвестиційну діяльність, яка не суперечить законодавству.

В свою чергу інвестори повинні дотримуватися наступних обов'язків:

1. Дотримання державних норм і стандартів;
2. Недопущення недобросовісної конкуренції;
3. Наявність ліцензії на виконання окремих видів робіт;
4. Подання у визначений термін бухгалтерської та статистичної звітності.

Суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути виробничо-господарські утворення, держава через свої інституції, фінансові установи, а також інші функціональні учасники.

Зокрема, до виробничо-господарських утворень відносять:

- *Акціонерні товариства* – це товариства, які мають статутний фонд, поділений на певну кількість акцій. Акціонерне товариство несе відповідальність за своїми зобов'язаннями тільки майном товариства, а акціонери несуть відповідальність пропорційно до кількості акцій, що їм належать. Статут товариства складається з не менше ніж 1250 мінімальних заробітних плат. Воно може бути відкритим або закритим. У свою чергу, закрите може бути реорганізоване у відкрите шляхом перереєстрації акцій.

- *Товариства з обмеженою відповідальністю* – це товариства, статутний фонд яких повинен становити не менше 625 мінімальних заробітних плат. Статутний фонд поділяється на частки, розмір яких визначено установчими документами. Учасники товариства несуть відповідальність у межах своїх внесків або пропорційно до них. Зміна вартості майна, а також додаткові внески учасників не впливає на розмір їх частки у статутному фонді.

- *Товариства з додатковою відповідальністю* – це товариства, статутний фонд яких поділяється на частки, що належать учасникам. Учасники відповідають за боргами товариства пропорційно до своїх

внесків, а в разі нестачі коштів – додатковим майном, що належить всім учасникам товариства. Граничний розмір відповідальності визначено установчими документами.

- *Повне товариство* – це товариства, всі учасники якого займаються спільною підприємницькою діяльністю і несуть колективну відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном, причому відповідальність учасники несуть незалежно від часу виникнення боргів;

- *Командитне товариство* – це товариства, які включають поряд з одним або кількома членами, що несуть повну відповідальність, також одного або декількох учасників, відповідальність яких обмежується сумою внесків у майні товариства. Перші несуть солідарну відповідальність за боргами товариства і здійснюють управління справами командитного товариства Сукупний розмір внесків других учасників у майні товариства обмежується 50% статутного фонду і в разі ліквідації товариства їхні внески повертають у першу чергу.

Суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути і виробничо-господарські угруповання, які створюються у вигляді холдингових компаній, промислово-фінансових груп, концернів то що з метою поєднання своїх капіталів для спільної інвестиційної діяльності. Зокрема:

Холдингова компанія – це компанія, суть діяльності якої полягає в придбанні юридичними особами контрольних пакетів акцій різних компаній та здійснення контролю над такими юридичними особами як пов'язані особи. У світовій практиці існує два типи холдингів:

- чистий холдинг, при якому головна компанія виконує тільки функції управління й контролю за діяльністю дочірніх підприємств;

- холдинг, при якому головна компанія, крім функцій управління та контролю, займається також спільно з дочірніми компаніями підприємницькою діяльністю.

Холдинги бувають галузеві, міжгалузеві, транснаціональні.

Промислово-фінансова група (ПФГ) – це велике угруповання підприємств, банків, інших юридичних осіб, які займаються виробничою, торгівельною, фінансово-кредитною діяльністю. На відміну від холдинга, ПФГ не має компанії, що спеціалізується на управлінні. Ці групи створюються, як правило, на міжгалузевих засадах, що дозволяє здійснювати спільні інвестиції у великі проекти.

В Україні промислово-фінансові групи створюються двох типів: на підставі об'єднання статутних фондів (статутні групи) та на підставі об'єднання всіх фінансових ресурсів із єдиним управлінням (договірні групи у формі консорціуму).

Активним учасником інвестиційної діяльності є *держава*. Вона бере участь в інвестиційному процесі як прямо через державний сектор економіки, так і побічно, через свої інституції: органи виконавчої влади та місцевого самоврядування, Національний банк, Фонд держмайна та Державний антимонопольний комітет Міністерство фінансів України та інші.

Держава здійснює інвестування тих галузей і виробництв, продукція яких має загальнонаціональний характер, а при активізації інвестиційної діяльності вона може інвестувати кошти також у розвиток виробництв, доцільність яких обґрунтовується необхідністю прискореного розвитку економіки.

До форм побічного впливу держави на інвестиційну діяльність можна віднести наступні: державне кредитування, державні позики, роздержавлення та приватизацію, податкове регулювання, амортизаційну політику, ліцензування й квотування, антимонопольні заходи, стандартизацію та інше. Засоби непрямого впливу держава реалізує через свої інституції як учасник інвестиційного процесу. Держава здійснює захист національного ринку шляхом митної та податкової політики, тим самим заохочує розвиток національного виробництва, експорт товарів, прагне залучити іноземні інвестиції.

Дійовими суб'єктами інвестиційного процесу є *фінансові установи*, до яких відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12 липня 2001 року № 2664 – III відносять банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інститути спільного інвестування та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг. ,

На інвестиційному ринку ці установи можуть виконувати такі функції як:

- випуск платіжних документів, платіжних карток, дорожніх чеків та/або їх обслуговування;
- довірче управління фінансовими активами;

- залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їх повернення;
- фінансовий лізинг;
- надання коштів у позику, у тому числі і на умовах фінансового кредиту;
- надання гарантій та поручительств;
- переказ грошей;
- послуги у сфері страхування та накопичувального пенсійного забезпечення; торгівля цінними паперами;
- факторинг;
- форфейтинг та інші операції.

Зокрема, банки в інвестиційному процесі поряд із традиційними функціями кредитно-розрахункового та касового обслуговування, депозитними операціями значно розширюють свою діяльність через запровадження операцій з цінними паперами, зокрема, виконують функції депозитаріїв та незалежних реєстраторів цінних паперів акціонерних товариств; інвестиційного кредитування; проектного фінансування; довірчих операцій; обслуговування іноземної інвестиційної діяльності.

З прийняттям Закону України «Про кредитні спілки» від 20 грудня 2001 року № 2908 – III активізувалась діяльність і кредитних спілок – неприбуткових організацій, заснованих фізичними особами на кооперативних засадах із метою задоволення потреб їх членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки. Кредитні спілки надають своїм членам кредити; залучають на договірних умовах внески (вклади) на депозитні рахунки; виступають поручителем виконання членом спілки зобов'язань перед третіми особами та інші фінансові послуги.

Активними суб'єктами інвестиційної діяльності є також *інститути спільного інвестування (ICI)*, до яких відносять корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, які провадять діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів із метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість.

Інститути спільного інвестування залежно від порядку здійснення їх діяльності можуть бути:

- відкритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами).

- інтервального типу, якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) протягом обумовленого у проспекті емісії строку, але не рідше одного разу на рік.

- закритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації або ліквідації.

Інститут спільного інвестування може бути також строковим або безстроковим.

Строковий створюється на певний строк, встановлений у проспекті емісії, після закінчення якого зазначений ІСІ ліквідується або реорганізується. Безстроковий ІСІ створюється на невизначений строк. ІСІ закритого типу може бути лише строковим.

- Інститут спільного інвестування може бути диверсифікованого й не диверсифікованого виду. Зокрема, інститут вважається диверсифікованим, якщо він одночасно відповідає таким вимогам:

- кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10 відсотків загального обсягу їх емісії;

- сумарна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ в кількості, більшій, ніж 5 відсотків загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не перевищує 40 відсотків вартості чистих активів ІСІ;

- не менш як 80 відсотків загальної вартості активів ІСІ становлять грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі.

Інститути спільного інвестування, які не мають усіх ознак диверсифікованого, є не диверсифікованими.

Крім фінансових установ, активними суб'єктами інвестиційної діяльності є *функціональні учасники*, до яких належать:

- Фірми девелопери – юридичні особи, які беруть на себе функції з повної реалізації капіталу, що інвестується. Такі фірми самостійно здійснюють пошук найвигіднішого місця вкладання коштів інвестора, розробку проекту, його фінансування, реалізацію та введення в експлуатацію. Окремі функції з реалізації проекту в цілому чи його окремого етапу може брати на себе проект-менеджер (керівник проекту), який залучається спеціально на період реалізації інвестиційного проекту.

- Фірми-ріелтери – це фірми посередники з торгівлі нерухомістю. Вони працюють не лише за угодами з продавцями нерухомості, а й визначають інвесторам економічну доцільність придбання тих чи інших готових будівель, споруд чи незавершених будівельних об'єктів.

- Інжиніринго-консалтингові фірми – це фірми. Які займаються розробкою на договірних засадах різного роду документації – інформаційної, науково-технічної, проектно-кошторисної та інших. За замовленням окремого інвестора інжиніринго-консалтингові фірми виконують також техніко-економічне обґрунтування проекту, розробляють бізнес-план, здійснюють моніторинг проекту, авторський та технічний нагляд при його виконанні, організують та проводять тендерні торги.

- Будівельні фірми – виконують весь комплекс робіт за інвестиційним проектом (проектно-кошторисні, будівельні, монтажні, пусконаладжувальні) та здають інвестору готовий об'єкт «під ключ».

- Аудиторські фірми – виконують в інвестиційному процесі функції перевірки фінансово-господарської діяльності як самого інвестора так і інших його партнерів. Аудитори дають оцінку активів та пасивів балансів фірми, розраховують показники ліквідності балансу, здійснюють оцінку інвестиційних якостей цінних паперів, оцінку капіталу самого інвестора та його акціонерів.

1.4. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств, їх особливості в Україні на сучасному етапі

Основна мета стратегії макроекономічної політики – забезпечення умов стійкого довготривалого зростання, яке сприяло б структурно-інноваційній та соціальній переорієнтації економіки, формування сприятливого інвестиційного середовища.

Інвестиційне середовище (інвестиційний клімат) – це система правових, економічних і соціальних умов здійснення інвестиційної діяльності в країні, суттєво впливають на рівень доходності і ризику інвестицій. Виходячи з цього, основою економічної та соціальної стратегії країни є сьогодні державна інвестиційна політика, завданням якої є розвиток інвестиційної діяльності, спрямований на створення привабливого інвестиційного середовища та суттєвого нарощування обсягів інвестицій.

Державна інвестиційна політика – це цілеспрямоване правове регулювання окремих аспектів інвестиційної діяльності суб'єктів господарської діяльності з боку держави відповідно до стратегії та умов її економічного розвитку.

Правова система України, що регулює інвестиційну діяльність підприємств, складає зараз більш ніж 100 законів та інших нормативних документів, яка регулює цю діяльність у різних формах.

Державне регулювання інвестиційної діяльності повинно:

- виходити із реальних економічних та соціальних проблем;
- базуватися на певних теоріях та концепціях.

Основними принципами державної інвестиційної політики є:

- 1) орієнтація на інноваційний шлях розвитку економіки України;
- 2) визначення державних пріоритетів інвестиційного розвитку України;
- 3) формування нормативно-правової бази у сфері інвестиційної діяльності;
- 4) створення умов для збереження, розвитку й використання вітчизняного науково-технічного та інноваційного потенціалу;
- 5) забезпечення взаємодії науки, освіти, виробництва, фінансово-кредитної сфери у розвитку інвестиційної діяльності;
- 6) ефективне використання ринкових механізмів для сприяння інвестиційної діяльності, підтримка підприємництва у науково-виробничій сфері;
- 7) здійснення заходів на підтримку міжнародної науково-технологічної кооперації, трансферу технологій, захисту вітчизняної продукції на внутрішньому ринку та її просування на зовнішній ринок;
- 8) фінансова підтримка, здійснення сприятливої кредитної, податкової і митної політики у сфері інвестиційної діяльності;
- 9) сприяння розвитку інвестиційної інфраструктури;
- 10) інформаційне забезпечення суб'єктів інвестиційної діяльності;

11) підготовка кадрів у сфері інвестиційної діяльності.

Єдину державну політику у сфері інвестиційної діяльності визначає Верховна Рада України, яка:

- створює законодавчу базу для сфери інвестиційної діяльності;
- затверджує пріоритетні напрями інвестиційної діяльності як окрему загальнодержавну програму або у складі Програми діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавних програм економічного, науково-технічного, соціального розвитку, охорони довкілля;
- в межах Державного бюджету України визначає обсяг асигнувань для фінансової підтримки інвестиційної діяльності.

Верховна Рада Автономної Республіки Крїт, обласні й районні ради відповідно до їх компетенції затверджують регіональні інвестиційні програми, що кредитуються з бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів; визначають кошти бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів для фінансової підтримки регіональних інвестиційних програм.

Реалізацію державної політики у сфері інвестиційної діяльності забезпечує Кабінет Міністрів України, а саме:

- готує та подає Верховній Раді України пропозиції щодо пріоритетних напрямів інвестиційної діяльності як окрему загальнодержавну програму або в рамках Програми діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавних програм економічного, науково-технічного, соціального, національно-культурного розвитку, охорони довкілля;
- здійснює заходи щодо реалізації пріоритетних напрямів інвестиційної діяльності;
- сприяє створенню ефективної інфраструктури у сфері інвестиційної діяльності;
- готує та подає Верховній Раді України як складову частину проекту закону про Державний бюджет України на відповідний рік пропозиції щодо обсягів бюджетних коштів для фінансової підтримки виконання інвестиційних проектів;
- затверджує положення про порядок державної реєстрації інноваційних проектів і ведення Державного реєстру інвестиційних проектів;
- інформує Верховну Раду України про виконання інвестиційних проектів, які кредитувалися за кошти Державного бюджету України, і про повернення до бюджету наданих раніше кредитів.

Центральні органи виконавчої влади: здійснюють підготовку пропозицій щодо реалізації інвестиційної політики у відповідній галузі економіки, створюють організаційно-економічні механізми підтримки її реалізації.

Нажаль, кризові процеси та інфляція призвели сьогодні до порушення оптимальних співвідношень між національними заощадженнями та інвестиціями в народне господарство: щороку значна частина заощаджень залишалася неконвертованою в інвестиції. Як наслідок, не повністю використовуються можливості нарощування інвестиційного потенціалу національної економіки. Особливо давалися в знаки такі негативні чинники:

- низька дієздатність банківсько-кредитної системи, її фактична неспроможність акумулювати достатньо високий інвестиційний потенціал населення, відсутність розвинутої мережі інституційних інвесторів (пенсійних фондів та страхових компаній);
- неефективне й безсистемне використання амортизаційних фондів;
- низький рівень капіталізації прибутків підприємств та відсутність економічних та (податкових) стимулів;
- спрямування інвестиційного потенціалу приватизації переважно на цілі бюджетного споживання;
- розпорощування інвестиційних бюджетних коштів;
- відсутність необхідної системи страхування інвестиційних ризиків, нерозвиненість фондового ринку та іпотечних відносин, лізингу та інших інститутів фінансування;
- значні обсяги тіньового бізнесу як основного джерела нелегального накопичення та вивезення капіталу.

Визначальним завданням державної політики в інвестиційній діяльності є сьогодні і створення рівних умов для ведення бізнесу та інвестування економіки України суб'єктами господарювання різної форми власності, здійснення процесу інвестування на прозорих та цивілізованих засадах, поліпшення структури інвестиційних джерел.

Державне регулювання інвестиційної діяльності включає управління державними інвестиціями, а також регулювання умов інвестиційної діяльності й контроль за її здійсненням усіма інвесторами та учасниками інвестиційної діяльності.

Управління державними інвестиціями здійснюється республіканськими й місцевими органами державної влади й управління

та включає планування, визначення умов і виконання конкретних дій по інвестуванню бюджетних і позабюджетних коштів.

Державне регулювання умов інвестиційної діяльності здійснюється шляхом прямого (адміністративно-правового) та непрямого втручання в інвестиційну діяльність.

Таблиця 1

Форми державного регулювання інвестиційної діяльності

ФОРМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ	
ПРЯМІ	НЕПРЯМІ
<ol style="list-style-type: none"> 1. Прийняття законів та інших нормативних актів, що регулюють інвестиційну діяльність. 2. Надання фінансової допомоги у вигляді дотацій, субсидій, субвенція, бюджетних позик на розвиток окремих регіонів, галузей, виробництв. 3. Встановлення державних норм та стандартів. 4. Встановлення антимонопольних заходів регулювання участі інвестора у приватизації власності. 5. Визначення умов користування землею, водою та іншими природними ресурсами. 6. Проведення обов'язкової державної експертизи інвестиційних програм та проектів будівництва. 7. Забезпечення захисту інвестицій тощо. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Бюджетно-податкова політика. 2. Грошово-кредитна політика. 3. Амортизаційна політика. 4. Регулювання фондового ринку. 5. Інноваційна політика. 6. Політика заохочення іноземних інвестицій. 7. Інші непрямі форми державного регулювання інвестиційної діяльності.
ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КЛІМАТ	

Відносини, що виникають при здійсненні інвестиційної діяльності на Україні, регулюються Законом «Про інвестиційну діяльність» від 18 вересня 1991 р. та іншими законодавчими актами України. Інвестиційна діяльність суб'єктів України за її межами регулюється законодавством іноземної держави, на території якої ця діяльність здійснюється, відповідними договорами України, а також спеціальним законодавством України. Особливості здійснення інвестиційної діяльності на території України суб'єктами інвестиційної діяльності, розташованими за межами України, а також цих суб'єктів і суб'єктів України в зонах вільного підприємництва на Україні визначаються спеціальним законодавством України. При цьому створюються пільгові умови інвесторам, що здійснюють інвестиційну діяльність у найбільш важливих для задоволення суспільних потреб напрямках.

Одним із найважливіших методів державного регулювання інвестиційної діяльності є обов'язкова комплексна державна експертиза інвестиційних програм та проектів. Відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України «Про порядок затвердження інвестиційних програм і проектів будівництва та проведення їх комплексної державної експертизи» від 11 квітня 2002 р. №483 інвестиційні програми й проекти будівництва незалежно від джерел фінансування підлягають обов'язковій комплексній державній експертизі у повному обсязі, крім об'єктів, затвердження проектів будівництва яких не потребує висновку комплексної державної експертизи. Перелік таких об'єктів встановлюється Державним комітетом із будівництва та архітектури відповідно до законодавства.

Держава гарантує стабільність умов здійснення інвестиційної діяльності, додержання прав і законних інтересів її суб'єктів. Умови договорів, укладених між суб'єктами інвестиційної діяльності, зберігають свою чинність на весь строк дії цих договорів і у випадках, коли після їх укладення законодавством (крім податкового, митного та валютного законодавства, а також законодавства з питань ліцензування певних видів господарської діяльності) встановлено умови, що погіршують становище суб'єктів або обмежують їх права, якщо вони не дійшли згоди про зміну умов договору.

Державні органи та їх посадові особи не мають права втручатися в діяльність суб'єктів інвестиційної діяльності, крім випадків, коли таке втручання допускається чинним законодавством і здійснюється в межах компетенції цих органів та посадових осіб.

Інвестиційну діяльність держава регулює і через *захист інвестицій* – це комплекс організаційних, технічних та правових заходів, спрямованих на створення умов, які сприяють збереженню інвестицій, досягненню цілі внесення інвестицій, ефективній діяльності об'єктів інвестування та реінвестування, захисту законних прав та інтересів інвесторів, у тому числі права на отримання прибутку (доходу) від інвестицій.

Держава гарантує захист інвестицій незалежно від форм власності, а також іноземних інвестицій. Захист інвестицій забезпечується законодавством України, а також міжнародними договорами України. Інвесторам, у тому числі іноземним, забезпечується рівноправний режим, що виключає застосування заходів дискримінаційного

характеру, які могли б перешкодити управлінню інвестиціями, їх використанню та ліквідації, а також передбачаються умови й порядок вивозу вкладених цінностей і результатів інвестицій.

З метою забезпечення сприятливого та стабільного інвестиційного режиму держава встановлює державні гарантії захисту інвестицій.

Державні гарантії захисту інвестицій – це система правових норм, які спрямовані на захист інвестицій та не стосуються питань фінансово-господарської діяльності учасників інвестиційної діяльності та сплати ними податків, зборів (обов'язкових платежів). Державні гарантії захисту інвестицій не можуть бути скасовані або звужені стосовно інвестицій, здійснених у період дії цих гарантії.

Основними формами непрямого регулювання державою інвестиційної діяльності є: створення відповідного інвестиційного середовища (політичного, економічного, правового, соціального), що передбачає, у свою чергу, крім створення певних економічних умов господарювання для суб'єктів інвестиційної діяльності й методи макроекономічного впливу на інтенсивність інвестування через бюджетно-податкову, грошово-кредитну, амортизаційну та інноваційну політики, а також політику сприяння залученню іноземних інвестицій.

Бюджетно-податкова політика держави направлена, у першу чергу, на систему заходів, пов'язаних з перерозподілом доходів підприємств і громадян країни, із метою оптимального формування дохідної частини бюджету й збереження у підприємств ринкових стимулів до інвестиційної діяльності та одержання прибутків. Оскільки бюджет складається з доходної і витратної частини, то і бюджетні методи регулювання інвестиційної діяльності можна розділити за двома напрямками: податкова політика держави та державне управління видатковою частиною бюджету.

Податкова політика держави вважається одним із найвагоміших напрямків регулювання інвестиційної діяльності. Важлива роль в активізації інвестиційної діяльності засобами податкової політики належить загальному рівню оподаткування та ставкам окремих податків, які формують обсяги прибутків господарюючих суб'єктів. Стратегічною метою податкової політики є створення стабільної податкової системи, яка забезпечувала б достатній обсяг надходжень до бюджетів усіх рівнів, ефективне функціонування економіки, створення умов для подальшого інтегрування України до світової економіки.

Податкова політика держави має сприяти покращенню інвестиційного клімату в Україні через:

- зниження податкового навантаження шляхом скорочення переліку податків, зборів (обов'язкових платежів), зменшення податкового навантаження на фонд оплати праці для формування солідарних соціальних фондів та перехід до формування персоніфікованих фондів;

- розширення бази оподаткування шляхом скасування пільг, які безпосередньо не пов'язані з інноваційною та інвестиційною діяльністю;

- запровадження механізму декларування податкових пільг суб'єктами –платниками податків;

- запровадження оподаткування нерухомості;

- стимулювання інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств з удосконаленням умов оподаткування, що стимулюють поновлення основних виробничих фондів та розвиток малого бізнесу;

- підвищення рівня сплати податків і зборів (обов'язкових платежів);

- недопущення подвійного оподаткування нерезидентів.

Державне управління видатковою частиною бюджету є дієвим механізмом або засобом впливу на економічне зростання й підвищення інвестиційної активності. Бюджетне регулювання інвестицій здійснюється переважно через: визначення обсягів бюджетного фінансування та кредитування для пріоритетних галузей економіки; державні контракти, за допомогою яких можна регулювати інвестиційну активність підприємств недержавної форми власності, продукція яких є важливою необхідністю для державного споживання. Розробка, фінансування та реалізація цільових комплексних програм – це також одна з форм державного регулювання, а у країнах із ринковою економікою вона є основною формою програмного управління.

Значний вплив на рівень інвестиційної активності має грошово-кредитна політика держави, яка проводиться Національним банком України; і в рамках якої можуть застосовуватися інструменти прямого державного регулювання. У даному випадку об'єктом регулювання виступає грошова маса, яка у відповідних співвідношеннях з основними макроекономічними показниками позитивно або негативно впливає на економічне зростання в країні та на рівень інвестиційної активності. Суб'єктом грошово-кредитної політики виступає НБУ, який здійснює

грошову емісію та за допомогою арсеналу засобів, а саме ставки рефінансування, норми - обов'язкових резервів, операцій на відкритому ринку та валютних інтервенцій, впливає на рішення суб'єктів господарювання про доцільність інвестування.

Основними напрямками держаної грошово-кредитної політики в стимулюванні інвестиційних процесів в Україні мають бути:

- створення правового механізму регулювання економіки, який забезпечить фінансово-кредитним установам належне місце в регулюванні інвестиційного процесу;

- створення системи законодавчих актів, які б створювали умови для поєднання фінансових ресурсів, банківського та промислового капіталів, реалізації інвестиційних проектів за рахунок позичкових коштів, забезпечували б гарантії та захист у відносинах банків із клієнтами, розширювали зону банківських операцій та послуг на інвестиційному ринку;

- визначення державної політики щодо оподаткування фінансового капіталу, зокрема, оптимізації податків на прибуток кредитних установ, які здійснюють інвестиційне кредитування;

- врегулювання ризику й рівня прибутковості операцій, пов'язаних з інвестиціями, а також правових умов перетворення короткострокових фінансових ресурсів у довгострокові;

- розвиток іпотечних, інвестиційних, ощадних та інших банківських установ, що здійснюватимуть інвестиційні операції, та державних та змішаних банківських інститутів, діяльність яких має зосереджуватися на фінансуванні інвестиційних проектів у пріоритетних напрямках розвитку народного господарства України;

- запровадження ефективних механізмів стимулювання довгострокового кредитування комерційних банків через цільове рефінансування;

- упровадження заходів, які забезпечать розвиток участі комерційних банків у створенні фінансово-промислових груп та у приватизаційних процесах;

- запровадження механізму страхування інвестиційних ризиків комерційних банків та заохочення цих банків до надання довгострокових кредитів;

- залучити до активної інвестиційної діяльності суб'єктів різноманітних форм власності та господарювання для розширення

національного товаровиробництва і ринкової інфраструктури, створення інвестиційних нагромаджень, в якому має брати участь весь фінансовий капітал держави, в тому числі і тіньові його форми;

Безпосередній вплив на рівень інвестиційної активності справляє ступінь розвитку банківської системи, можливості кредитування та обсяги фінансових ресурсів окремих банків, їх регіональна концентрація та інші чинники, які залежать від грошово-кредитної політики, що проводиться в країні. Крім того, основними причинами, що стримують надання банками довготермінових кредитів суб'єктам господарської діяльності, є високий рівень кредитних ризиків, неплатоспроможність більшості позичальників, відсутність реальної гарантії повернення ними кредитів та ліквідної застави, а також неефективна система оподаткування.

У зв'язку з цим, поліпшення інвестиційного клімату в державі залежить і від розв'язання проблеми діяльності банківської системи, зокрема, від забезпечення підвищення рівня концентрації банківського капіталу, збільшення обсягів довготермінового кредитування реального сектору економіки, залучення коштів населення.

Значний вплив на рівень інвестиційної активності в Україні має й амортизаційна політика, яка має бути спрямована на підвищення фінансової заінтересованості суб'єктів господарювання у здійсненні інвестицій в основний капітал за рахунок коштів власних амортизаційних фондів.

Основними напрямками державної амортизаційної політики є:

- створення економічної та правової бази для запровадження раціональних рівнів споживання, відшкодування та оновлення основного капіталу;

- обмеження державного регулювання у сфері амортизаційної політики та стимулювання інвестиційної ініціативи суб'єктів господарювання;

- відмова від суцільного примусового нарахування амортизаційних відрахувань за єдиним методом та запровадження кількох методів нарахування амортизації, надання суб'єктам господарювання права вибору конкретного методу нарахування амортизаційних відрахувань, а також права самостійно встановлювати конкретні строки служби основного капіталу у визначених законом межах;

- розмежування практики нарахування амортизаційних відрахувань відповідно до її економічної та податкової ролі;

- стимулювання суб'єктів господарювання до застосування прискореної амортизації та її інвестиційного спрямування шляхом надання податкових знижок;

- запобігання зростанню цін виробників шляхом надання можливості суб'єктам господарювання відносити прискорену амортизацію не на витрати виробництва, а на зменшення оподаткованої частини прибутку.

Для активного економічного зростання та підвищення інвестиційної активності важливого значення має також державне регулювання фондового ринку, інноваційна політика держави та політика заохочення іноземних інвестицій в економіку країни.

Перелік і вплив засобів державного регулювання на інвестиційну діяльність можна продовжити й іншими напрямками. Зокрема, актуальними сьогодні є:

а) проведення єдиної державної регулятивної політики у сфері підприємництва, спрямованої на досягнення оптимального рівня регулювання державою підприємницької діяльності, визначення правових засад державної підтримки малого підприємництва, регулювання процедури ліцензування та перегляду нормативно-правових актів із регулювання підприємницької діяльності в окремих секторах економіки з метою підвищення ефективності та конкурентоспроможності суб'єктів господарської діяльності;

б) державна політика у сфері приватизації, яка спрямовується на: заміну фіскальної моделі приватизації інвестиційною та інноваційною; приватизацію великих підприємств та підприємств-монополістів за окремими планами шляхом продажу контрольних пакетів акцій промисловим інвесторам; технічне та технологічне поновлення підприємств за рахунок частини коштів, що надійдуть від приватизації;

в) активна регіональна політика держави, завданням якої є надання істотного динамізму регіональному соціально-економічному розвитку шляхом більш повного та ефективного залучення у господарський обіг ресурсного потенціалу регіонів, використання переваг територіального поділу й кооперації праці на основі розширення повноважень і підвищення відповідальності місцевих органів виконавчої влади та органів місцевого самоврядування за вирішення поточних і перспективних проблем територій.

г) державна аграрна політика, основним завданням якої є утвердження повноцінного ринку землі, сучасних земельно-орендних та

іпотечних відносин, запровадження економічних стимулів раціонального використання та охорони земель, застосування дозволених нормами СОТ механізмів захисту національного аграрного ринку. Як один із головних державних пріоритетів аграрної політики, направлений на активізацію інвестиційної діяльності в агропромисловому комплексі є: інституційне забезпечення реформ; утвердження ефективних механізмів захисту прав власності на землю; створення на селі сучасної ринкової інфраструктури, зокрема, оптових ринків, торгових домів, та бірж; фінансове оздоровлення галузі через створення спеціалізованих банківських і альтернативних небанківських кредитних інституцій, механізмів фінансових гарантій повернення сільгоспвиробниками кредитів, страхування фінансових ризиків; стимулювання розвитку сільськогосподарської кооперації тощо.

1.5. Поняття інвестиційного ринку, класифікація його видів

Інвестиційний ринок у сучасній ринковій економіці є одним із найважливіших сегментів загального ринку. Це складний механізм, що складається з великої кількості виробничих, комерційних, фінансових, інституціональних та інформаційних структур, що взаємодіють в інвестиційній сфері на основі розгалуженої системи норм інвестиційного бізнесу.

Інвестиційний ринок (ринок інвестицій та ринок інвестиційних товарів) – це сукупність економічних відносин, які складаються між продавцями та споживачами інвестиційних товарів та послуг, а також об'єктів інвестування в усіх його формах.

Інвестиційний ринок складається з:

1. Ринків об'єктів реального інвестування:
 - ринок прямих капітальних вкладень;
 - ринок цілісних майнових комплексів (об'єктів, що приватизуються);
 - ринок нерухомості;
 - ринок інших об'єктів реального інвестування.
2. Ринків об'єктів фінансового інвестування:
 - фондовий ринок;
 - грошовий ринок.

Ринок прямих капітальних вкладень. Формою інвестування на цьому ринку виступають капітальні вкладення у всіх видах – нове будівництво, розширення, реконструкція, технічне переоснащення.

Ринок цілісних майнових комплексів (об'єктів, що приватизуються). Предметом реального інвестування на цьому ринкові виступають не всі об'єкти приватизації, а тільки ті з них, які повністю продаються на аукціонах, по конкурсу або повністю викуповуються трудовими колективами в обмін на приватизаційні чеки і грошові кошти. Та ж частина об'єктів яка приватизується, яка спочатку акціонується (корпоратизується), а потім реалізується у вигляді пакетів акцій є об'єктом інвестування через механізм фондового ринка.

Ринок нерухомості. На ньому здійснюються операції по продажу квартир, офісів, дач, земельних ділянок.

Ринок інших об'єктів реального інвестування пов'язаний з такими операціями як інвестування в предмети колекціонування (художні твори, антикваріат, нумізматичні цінності), дорогоцінні метали і камені та інші матеріальні цінності.

Грошовий ринок – депозитні внески, конвертована валюта.

Ринок інвестицій (обмін інвестиціями) характеризується пропозицією інвестицій (капіталу) із боку інвесторів, що виступають у даному випадку як продавці, і попитом на інвестиції з боку потенційних учасників інвестиційної діяльності, які виступають у ролі покупців інвестицій (капіталу).

На практиці існує два види інвестиційного попиту: потенційний та конкретний.

Потенційний попит виникає при відсутності намірів юридичної або фізичної особи при наявності доходу (прибутку) направляти його на інвестування. Такий попит називається формальним та виступає як інвестиційний потенціал – джерело для майбутніх інвестицій.

Конкретний попит (пропозиція капіталу) – характеризується конкретною реалізацією намірів суб'єктів інвестиційної діяльності на ринку.

Необхідною умовою, яка властива ринковим відносинам конкурентного типу, при відносно стабільному інвестиційному попиті є випереджаючий розвиток інвестиційної пропозиції.

Врівноваження інвестиційного попиту та пропозиції проходить через механізм ціноутворення, який виникає та діє тільки в умовах вільних

конкурентних ринків, які передбачають організацію обміну товарами на основі врівноваженого попиту та пропозиції. Наприклад, інвестиційний попит на конкретний об'єкт вкладання перевищує пропозицію. В умовах конкурентного ринку це, у свою чергу, обумовить підвищення цін даного інвестиційного товару, а висока ринкова вартість інвестиційного товару є свідченням його привабливості з точки зору найбільшої віддачі інвестицій. З іншого боку, переливання капіталу (інвестицій) у певну «ефективну» точку інвестиційної сфери приведе у кінцевому підсумку до розширення даного інвестиційного товару і відповідного зниження його ціни.

Купівля-продаж капіталу на ринках інвестицій здійснюється виходячи з розрахунку отримання доходу у майбутньому, який перевищує рівень доходу на даний час. Тимчасово абстрагуючись від процесів перетворення інвестицій у продукт інвестиційної сфери, відносини, що виникають у результаті руху інвестиційного капіталу, можна записати формулою:

$$I (I_T, I_G, I_{MP}) \dots D_i, \quad (1.2)$$

де $I (I_T, I_G, I_{MP})$ – інвестиції в товарній, грошовій формі або у формі майнових прав; D_i – доход від інвестиційної діяльності.

У момент реалізації інвестицій (продажу інвестиційного капіталу) на ринку їм протистоїть ринок інвестиційних товарів або об'єктів інвестиційної діяльності. Ці товари неоднорідні і можуть існувати як у грошовій, так і в натурально-матеріальній формі. Основним фактором, який визначає масштаби функціонування інвестиційних товарів є їх сукупна пропозиція, яка породжує інвестиційний попит. Тобто виробництво інвестиційних товарів приносить доходи, які створюють попит відповідно до виробленої вартості. Однак тотожність інвестиційного попиту й пропозиції витримується лише у масштабах ринку в цілому. Індивідуальні (конкретні) попит та пропозиція можуть не збігатися. Диспропорції попиту та пропозиції регулюються ринком інвестиційних товарів через реакцію цін та надлишок або нестачу цього виду товару. Операції на ринках інвестиційних товарів можна записати у вигляді такою формули:

$$I (I_T, I_G, I_{MP}) - IT \dots D_i, \quad (1.3)$$

де $I (I_T, I_G, I_{MP})$ – інвестиції в товарній, грошовій формі або у формі майнових прав; IT – інвестиційний товар; D_i – доход від інвестиційної діяльності.

Запропонована формула означає, що інвестування (вкладення) інвестицій $I (I_T, I_G, I_{MP}) - IT$ через певний період часу дає доход (... D_i);

Функціонування інвестиційного ринку здійснюється через інфраструктуру, яка формує інформаційне та обслуговуюче середовище, яке дозволяє інвестору працювати з мінімальним ризиком. Інфраструктуру ринку інвестицій можна умовно поділити на регулюючу, функціональну та інформаційну складові.

Зокрема, регулююча складова інфраструктури здійснює впорядкування інвестиційних відносин шляхом установлення правил, стандартів та критеріїв поведінки на ринку, та яка включає в себе: державні органи регулювання ринку інвестицій (Кабінет Міністрів, НБУ, Міністерство економіки, Міністерство фінансів, Фонд державного майна, Антимонопольний комітет), які виконують на ринку законодавчі, ліцензійні та наглядові функції та процедури. Таким чином, її основою є законодавча база, яка регулює відносини суб'єктів підприємницької діяльності на інвестиційному ринку.

Функціональна складова інфраструктури інвестиційного ринку – це фінансово-кредитні інститути та сервісні організації, які здійснюють спеціалізовану діяльність із:

- залучення тимчасово-вільних коштів на фінансування інвестиційних проектів;
- створення правових, економічних і організаційних умов для сталого розвитку приватного підприємництва;
- співробітництва з міжнародними, іноземними та українськими організаціями у питаннях розвитку підприємництва;
- забезпечення проведення техніко-економічних експертиз програм та проектів підприємницької діяльності та вирішення питання;
- консультаційної підтримки підприємців із юридичних питань, ведення бухгалтерської звітності, оподаткування та пошуку ефективних джерел фінансування;
- страхування проектних та кредитних ризиків;
- сприяння становлення ринкових відносин в Україні через створення, підтримку та розвиток малих та середніх приватних підприємств тощо.

Інформаційна складова інфраструктури інвестиційного ринку включає в себе ділові видання, Інтернетсайти рейтингових систем привабливості підприємств тощо.

1.6 Кон'юнктури інвестиційного ринку, методи її аналізу та прогнозування

Стан інвестиційного ринку в цілому і окремих складових його сегментів характеризують такі його елементи, як попит, пропозиція, ціна і конкуренція.

Поєднання цих елементів ринку постійно змінюється. Але кожному інвесторові важливо знати, на яку степінь активності інвестиційного ринку в цілому або окремих його сегментів йому слід орієнтуватися при розробці інвестиційної стратегії і формування інвестиційного портфеля. Якщо ж майбутній стан інвестиційного ринку, на якому хоче виступити інвестор, визначений буде невірно, невиключно, що будуть прорахунки у виборі об'єктів інвестування, зниження рівня інвестиційних доходів, а в окремих випадках втрата всього інвестованого капіталу.

Ступінь активності інвестиційного ринку, поєднання окремих його елементів – попиту, пропозиції, цін і рівня конкуренції – визначається шляхом вивчення ринкової кон'юнктури.



Кон'юнктура інвестиційного ринку – це форма виявлення на інвестиційному ринку в цілому, або на окремих його сегментах системи факторів (умов), які визначають співвідношення попиту, пропозиції, цін та конкуренції.

Для кон'юнктури інвестиційного ринку характерні 4 стадії:

1) Підйом кон'юнктури, який пов'язано з підвищенням активності ринкових процесів у зв'язку з поживленням економіки в цілому. Він характеризується ростом обсягів попиту на об'єкти інвестування. Підвищенням рівня цін, розвитком конкуренції серед інвестиційних посередників.

2) Кон'юнктурний бум, який пов'язано з різким зростанням попиту на усі інвестиційні товари, які пропозиція, не дивлячись на ріст, задовольнити не може. Одночасно ростуть ціни на усі об'єкти інвестування, підвищуються доходи інвесторів та інвестиційних посередників.

3) Ослаблення кон'юнктури, яке пов'язане із зниженням інвестиційної активності у зв'язку із спадом в економіці в цілому, відносно повним насиченням попиту на об'єкти інвестування та деяким

надлишком їх пропозиції. Для цієї стадії, характерні спочатку стабілізація, а потім і початок зниження рівня цін на більшість об'єктів інвестування. Відповідно понижаються доходи інвесторів та інвестиційних посередників.

4) Кон'юнктурний спад – це найбільш не сприятлива стадія на інвестиційному ринку з позицій інвестиційної активності. Вона характеризується найнижчим рівнем попиту та скороченням обсягів пропозиції об'єктів інвестування. На цій стадії КІР суттєво знижуються ціни на об'єкти інвестування, а доходи інвесторів та інвестиційних посередників падають до самої низької позначки, а в ряді випадків інвестиційна діяльність є збитковою.

У зв'язку з тим, що кон'юнктура інвестиційного ринку постійно змінюється, то її необхідно систематично досліджувати для формування ефективної інвестиційної стратегії та прийняття економічно обґрунтованих інвестиційних рішень. Вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку охоплює такі стадії:

1. Поточне спостереження за інвестиційною активністю і, в першу чергу, в тих сегментах ринку, в яких планується здійснити, або вже здійснюється інвестиційна діяльність. Поточне спостереження за станом інвестиційного ринку вимагає формування ціле направленої системи показників, які характеризують окремі його елементи (попит, пропозиція, ціни, конкуренція), а також постійного їх моніторингу. Результати поточного спостереження за кон'юнктурною інвестиційного ринку фіксуються в табличній або графічній формі.

2. Аналіз поточної кон'юнктури інвестиційного ринку та виявлення сучасних тенденцій її розвитку. Цей аналіз складається з виявлення особливостей конкретних сегментів інвестиційного ринку і тих змін, які відбуваються на ринку у момент спостереження порівняно з попереднім періодом. Аналіз кон'юнктури ринку проводиться в два етапи. На першому етапі аналізу проводиться розрахунок системи аналітичних показників, які характеризують поточну кон'юнктуру інвестиційного ринку (на основі інформативних показників поточного спостереження). На другому етапі виявляються передумови до змінення поточної кон'юнктурної стадії інвестиційного ринку.

3. Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку для вибору основних напрямків стратегії інвестиційної діяльності та формування інвестиційного портфелю. Основна задача прогнозу – визначити

тенденції факторів, які формують інвестиційних клімат та які впливають на стан інвестиційного ринку у перспективі.

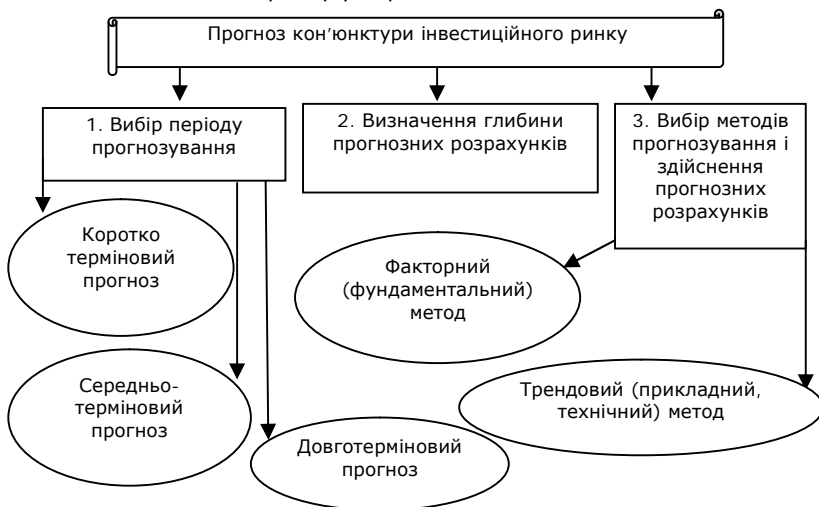


Рис. 1.10. Схема прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку

Прогноз кон'юнктури інвестиційного ринку являється процесом ймовірності і здійснюється за наступними етапами (рис. 1.10)

1. Вибір періоду прогнозування:

Короткотерміновий прогноз (до 1 року) служить для вироблення тактики інвестування і формування інвестиційного портфеля за рахунок різних короткотермінових фінансових інструментів; він розробляється з врахуванням короткотермінових факторів, які виявлені в процесі аналізу короткострокових коливань кон'юнктури інвестиційного ринку.

Середньотерміновий прогноз (від 1 до 3 років) служить для коректування стратегії інвестиційної діяльності; формування інвестиційного портфеля за рахунок невеликих по капіталу ємності об'єктів реального інвестування і різних довготермінових фінансових інструментів; реінвестування коштів, які вкладені у неефективні інвестиційні проекти.

Довготерміновий прогноз (більше 3 років) пов'язаний впершу чергу з виробленням стратегії інвестиційної діяльності і формуванням інвестиційного портфеля за рахунок великих капіталоємних об'єктів реального інвестування.

2. Визначення глибини прогнозних розрахунків. Ця глибина визначається цілями інвестиційної діяльності і пов'язана з відповідною поглибленою сегментацією інвестиційного ринку. В процесі його поглибленої сегментації можуть бути виділені окремі галузі, підгалузі, регіони і т.д.

3. Вибір методів прогнозування і здійснення прогнозних розрахунків. Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку здійснюється двома основними методами:

- *Факторний (фундаментальний) метод прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку* базується на вивченні окремих факторів, які впливають на попит, пропозицію, ціну, і рівень конкуренції, а також на визначенні можливої зміни цих факторів в майбутньому періоді (загальноекономічні, внутрішньо ринкові);
- *Трендовий (прикладний, технічний) метод* полягає в тому що розповсюджує виявлену в процесі аналізу кон'юнктуру тенденцію на майбутній період. Цей метод є недостатньо точним і може бути використаний лише для короткотермінового прогнозування.

Обидва ці методи можуть бути доповнені методом експертних оцінок.

Процес вивчення інвестиційного ринку складається з ряду послідовних етапів:

На першому етапі здійснюється оцінка і прогнозування макроекономічних показників розвитку інвестиційного ринку. Результат цієї оцінки дозволяє визначити інвестиційний клімат в країні і ефективність умов інвестиційної діяльності на окремих етапах її розвитку.

На другому етапі здійснюється оцінка і прогнозування інвестиційної привабливості галузей економіки.

На третьому етапі здійснюється оцінка і прогнозування інвестиційної привабливості регіонів.

На четвертому етапі здійснюється оцінка інвестиційної привабливості окремих компаній та фірм.

Така послідовність вивчення інвестиційного ринку і окремих його сегментів дозволяє отримати надійну інформацію для розробки стратегії інвестиційної діяльності і формування ефективного інвестиційного портфеля.

1.7 Сутність та мета інвестиційного менеджменту, його принципи і місце у системі загального менеджменту підприємства

Комплекс питань, що пов'язані із здійсненням інвестиційної діяльності підприємства, потребує знань теорії і практики прийняття управлінських рішень щодо процесу інвестування. Цей комплекс питань є предметом відносно нової галузі знань, що отримала назву інвестиційний менеджмент, який є складовою частиною менеджменту.

Інвестиційний менеджмент – це система принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з інвестиційною діяльністю підприємства. Інвестиційний менеджмент тісно пов'язаний з іншими фундаментальними системами управління підприємства. Наприклад, із фінансовим менеджментом через формування інвестиційних ресурсів; із виробничим менеджментом цей зв'язок опосередковується через спільне управління формуванням основних та оборотних коштів; із менеджментом персоналу через здійснення інтелектуальних інвестицій у робітників підприємства.

Ефективне управління інвестиційною діяльністю має здійснюватися на основі таких принципів як:

- Взаємозв'язок із загальною системою управління на підприємстві в цілому та з окремими функціональними системами управління, зокрема.
- Спрямованість дій інвестиційного менеджменту на досягнення конкретних цілей інвестування.
- Визначення напрямків інвестиційного менеджменту в залежності від об'єктів інвестування.
- Єдність інвестиційної стратегії та інвестиційного менеджменту на підприємстві.
- Єдність інвестиційних цілей, результатів інвестиційної діяльності та засобів їх досягнення.
- Комплектність інвестиційного менеджменту, що передбачає планування, аналіз, регулювання та контроль за інвестиційною діяльністю.
- Розробка методів та засобів інвестиційного менеджменту з урахуванням підвищення ефективності виробництва, збільшення прибутку та мінімізації інвестиційних, ризиків.

Основною метою інвестиційного менеджменту є:

- забезпечення найефективнішої реалізації інвестиційної стратегії суб'єктів підприємницької діяльності на усіх етапах розвитку;
- максимізація добробуту власників підприємства в поточному та перспективному періоді, забезпечення найбільш ефективних шляхів реалізації стратегії розвитку підприємства на окремих стадіях життєвого циклу.

Процес інвестиційного менеджменту складається з таких етапів:

1. Визначення інвестиційних потреб підприємства на конкретному етапі його розвитку;
2. Пошук альтернативних форм, проектів та інструментів задоволення окремих інвестиційних потреб підприємства;
3. Оцінка інвестиційної привабливості окремих інвестиційних проектів та інструментів;
4. Прийняття інвестиційних рішень щодо формування інвестиційної програми підприємства;
5. Організація реалізації прийнятих інвестиційних рішень;
6. Контроль за процесом реалізації прийнятих інвестиційних рішень;
7. Постінвестиційний моніторинг ефективності окремих проектів та інструментів і, при необхідності, – коригування інвестиційної програми.

1.8 Основні завдання та функції інвестиційного менеджменту

У процесі реалізації основної мети та з урахуванням основних принципів інвестиційний менеджмент має вирішувати такі основні завдання:

- забезпечити високий темп економічного розвитку суб'єктів підприємництва шляхом здійснення ефективної інвестиційної діяльності, розширення її обсягів, а також шляхом галузевої, асортиментної та регіональної диверсифікації цієї діяльності;
- максимізувати прибуток від інвестиційної діяльності, оскільки одержання прибутку – основна мета суб'єктів підприємництва;
- мінімізувати інвестиційні ризики, бо за несприятливих умов вони можуть призвести до втрати не тільки прибутків, а й частини інвестиційного капіталу;

- забезпечити фінансову стабільність і платоспроможність суб'єктів підприємництва у процесі реалізації інвестиційних програм. Оскільки інвестиційна діяльність пов'язана із вкладанням значних фінансових ресурсів, як правило, на тривалий період, то це може призвести до зниження платоспроможності інвестора, несвочасної сплати поточних рахунків і платіжних зобов'язань перед контрагентами, державним бюджетом тощо. Тому під час формування джерел фінансових ресурсів слід прогнозувати вплив інвестиційної діяльності на фінансову діяльність суб'єкта та його платоспроможність;

- визначити можливі варіанти прискорення реалізації інвестиційних програм. Останні необхідно реалізувати якнайшвидше, оскільки це сприятиме прискоренню економічного розвитку підприємств (організацій), швидкому формуванню грошових потоків у вигляді прибутку від інвестицій та амортизаційних відрахувань, скороченню термінів використання кредитних ресурсів, зменшенню інвестиційних ризиків, пов'язаних з несприятливими змінами кон'юнктури інвестиційного клімату.

Пріоритетним завданням є забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства за умови його достатньої фінансової стабільності, а не максимізація прибутку, як вважають окремі автори публікацій на цю тему. Розглянуті завдання визначають такі основні *функції інвестиційного менеджменту*:

1. Дослідження зовнішнього інвестиційного середовища та прогнозування кон'юнктури інвестиційної діяльності (інвестиційного ринку). Тобто, необхідно дослідити правові умови інвестиційної діяльності в цілому і зокрема окремих форм інвестицій; аналізується поточна кон'юнктура інвестиційного ринку і фактори, які її визначають.

2. Розробка стратегічних напрямів інвестиційної діяльності суб'єкта підприємництва. Формування системи цілей інвестиційної діяльності, які направлені на довгостроковий період.

3. Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів суб'єкта інвестиційної діяльності. Прогнозується загальна потреба в інвестиційних ресурсах, які необхідні для реалізації розробленої інвестиційної стратегії по окремим етапам її здійснення; визначаються можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок власних джерел (прибуток, амортизаційні відрахування і т.п.); ситуацію на грошовому ринку (норма позичкового процента); доцільність

використання позичкових коштів; використання залучених коштів (випуск акцій). Це дає змогу запобігти зниженню фінансової стійкості і платоспроможності в майбутньому періоді.

4. Пошук і оцінювання інвестиційної корисності реальних проектів і вибір з них найефективніших. Вивчаються поточні пропозиції на інвестиційному ринку; відбираються для вивчення інвестиційні проекти, які найбільше відповідають інвестиційній стратегії компанії (фірми); проводиться детальна їх експертиза; по кожному інвестиційному проекту розраховується рівень доходності і інші показники економічної ефективності і по цьому критерію проводиться ранжування варіантів можливого інвестування.

5. Оцінювання інвестиційних якостей фінансових інструментів і вибір з них найефективніших (цінність акцій та інших цінних паперів).

6. Формування та оцінювання інвестиційного портфеля за критеріями доходності, ризику та ліквідності. На першому етапі формування інвестиційного портфеля оптимізуються пропорції між реальними та фінансовими інвестиціями в цілому. На другому етапі – в розрізі кожної з форм підбираються найбільш ефективні (по співвідношенню прибутковості та ризику) інвестиційні проекти (фінансові інструменти для інвестування, тобто різні цінні папери). На третьому етапі визначається ліквідність портфеля.

7. Поточне планування та оперативне управління реалізацією окремих програм і проектів. Розробка різноманітних видів поточних планів, а саме: календарні плани реалізації окремих інвестиційних проектів і бюджети цих проектів.

8. Організація моніторингу інвестиційних програм і проектів. У процесі реалізації даної функції формується система базових досліджуваних показників, які пов'язані з реалізацією кожної інвестиційної програми і окремих інвестиційних проектів; визначається періодичність збору та аналізу інформації; виявляються причини відхилення реалізованих інвестиційних проектів від намічених термінів, об'ємів, ефективності і т.п.

9. Підготовка рішень про своєчасну відмову від неефективних проектів (продаж окремих фінансових інструментів). Внаслідок зміни кон'юнктури інвестиційного ринку, фінансового стану компанії, прорахунків у формуванні інвестиційного портфеля і інших факторів фактична або очікувана ефективність окремих інвестиційних проектів

(фінансових інструментів) може оказатися набагато нижчою за розраховану. В цьому випадку приймається рішення про вихід із таких інвестиційних проектів (продаж окремих фінансових інструментів), і визначаються форми цього виходу (акціонування, продаж і т.п.). відповідно здійснюється коректування інвестиційного портфеля шляхом підбору інших інвестиційних проектів або фінансових інструментів, куди реінвестується вільний капітал.

Інвестиційний менеджмент має свою специфіку, що визначається такими напрямками (рис. 1.11):

1. Управління реальними інвестиціями.
2. Управління фінансовими інвестиціями.
3. Управління інвестиційним портфелем підприємства.
4. Управління формуванням інвестиційних ресурсів.

Кожен із цих напрямків має свої завдання.



Рис. 1.11. Напрямки інвестиційного менеджменту

Наприклад, у процесі управління реальними інвестиціями важливим є формування програми реальних інвестицій, визначення загального обсягу та об'єктів реального інвестування з урахуванням високої ефективності, ліквідності та мінімального ризику.

Політика управління фінансовими інвестиціями включає в себе аналіз фінансових ринків, визначення обсягів фінансових інвестицій у поточному періоді, вибір об'єктів інвестування (фінансових

інструментів), оцінку інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів, формування портфеля фінансових інвестицій та забезпечення його ефективного управління.

У керуванні інвестиційним портфелем важливим є процес його формування та реструктуризація з урахуванням доходності, ліквідності та ризикованості об'єктів, які підбираються у портфель.

У процесі управління формуванням інвестиційних ресурсів важливим є визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів, вибір ефективних схем фінансування інвестиційної діяльності, забезпечення максимального обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, забезпечення необхідного обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел, визначення оптимального співвідношення структури капіталу та забезпечення мінімізації вартості залучених інвестиційних ресурсів із різних джерел.

Таким чином, основною метою інвестиційного менеджменту є визначення напрямків, методів, засобів та форм інвестування з метою підвищення ефективності виробництва та збільшення прибутку підприємства.

Завдання для самоперевірки знань

1. Розкрийте економічну суть інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств.
2. Яка існує відмінність між валовими та чистими інвестиціями?
3. Назвіть три основні форми інвестицій.
4. Які існують класифікації інвестицій?
5. Охарактеризуйте об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності.
6. За якими ознаками класифікують інвесторів?
7. Розкрийте суть поняття «функціональні учасники інвестиційної діяльності».
8. Наведіть визначення інвестиційного клімату.
9. У чому полягає суть державної інвестиційної політики?
10. Охарактеризуйте форми державного регулювання інвестиційної політики.
11. Дайте визначення такому поняттю як «інвестиційний ринок» та охарактеризуйте його види.
12. У чому полягає особливість інвестиційного попиту?
13. Розкрийте суть кон'юнктури інвестиційного ринку, а також методів його аналізу та прогнозування.
14. У чому полягає мета інвестиційного менеджменту?
15. Назвіть основні завдання та функції інвестиційного менеджменту.

Розділ II. МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

2.1. Організаційно-методологічні засади інвестиційного менеджменту.

2.2. Фінансово-математичні основи оцінки вартості грошей у часі.

2.3. Оцінка інфляції, ризиків та ліквідності в процесі прийняття інвестиційних рішень.

2.4. Основні методи оцінки доцільності реальних та фінансових інвестицій, їх характеристика

Основні поняття: «центр відповідальності», «центрів інвестицій», система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту, система інвестиційного аналізу, інвестиційна привабливість реальних проектів і фінансових інструментів, інвестиційне планування, інвестиційний контролінг, оцінка доцільності інвестицій, дисконтна ставка, антисипативна ставка відсотків, норма дисконту, ануїтет, інвестиційні ризики, ліквідність інвестицій, початкові інвестиції, грошовий потік.

2.1. Організаційно-методологічні засади інвестиційного менеджменту

Основні поняття та зміст фінансово-математичних основ оцінки вартості грошей у часі; оцінку інфляції, ризиків та ліквідності в процесі прийняття інвестиційних рішень; основні методи оцінки доцільності реальних та фінансових інвестицій, їх характеристику, – отримані знання дозволять сформуванню у студентів навички прийняття інвестиційних рішень, з врахуванням системного характеру взаємозв'язків між інвестиційною діяльністю та забезпеченням ефективності організаційного розвитку. Фінансово-математичні основи оцінки вартості грошей у часі розкриваються через такі навчальні цілі:

- конкретизувати основні системи організаційно-методологічних засад інвестиційного менеджменту;

- визначити сутність і роль концепції вартості грошей у часі;

- з'ясувати сутність альтернативної вартості та межі її застосування в інвестуванні;

- розглянути особливості та схеми розрахунку теперішньої й майбутньої вартості ануїтету;
- розглянути методикау визначення еквівалентності ставок та розкрити специфіку застосування еквівалентних ставок при прийнятті інвестиційних рішень;
- навчитися враховувати інфляцію в прийнятті інвестиційних рішень;
- визначити види інвестиційних ризиків та основні методи їх дослідження;
- конкретизувати методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ліквідності;
- визначити ефективність виробничих інвестицій;
- навчитися проводити розрахунки по статистичних та динамічних методах оцінки доцільності реальних інвестицій, їх характеристика;
- застосування розрахункових моделей оцінки фінансових інвестицій.

Організаційно-методологічні засади інвестиційного менеджменту складаються з таких 5-ти систем (див. рис. 2.1):

1. Система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту.
2. Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту.
3. Системи та методи інвестиційного аналізу.
4. Системи та методи інвестиційного планування.
5. Система інвестиційного контролінгу.

Система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту – це взаємозв'язана сукупність внутрішніх структурних служб та підрозділів підприємства, які забезпечують розробку та прийняття управлінських рішень з різних аспектів інвестиційної діяльності та несуть відповідальність за результати цих рішень. Вона являється однією з систем ОСУ підприємством.

Функціональна побудова центрів управління інвестиційною діяльністю істотно відрізняється на підприємствах різних за розмірами і використовуваними загальними організаційними структурами управління.

На підприємствах, що використовують просту лінійну організаційну структуру управління (характерна для малих підприємств)

функціональні центри управління інвестиційною діяльністю, як правило, не створюються у зв'язку з незначним обсягом інвестиційної діяльності. Функції такого управління покладаються, зазвичай, на власника малого підприємства або його директора (якщо власник використовує для загального управління підприємством найманого менеджера).



Рис 2.1. Організаційно-методологічні засади інвестиційного менеджменту

На підприємствах, що використовують лінійно-функціональну організаційну структуру управління (характерна для середніх підприємств) функції інвестиційного управління покладаються на спеціального інвестиційного менеджера або на загальний центр управління інвестиційною діяльністю, що знаходиться в складі фінансової служби підприємства. Такий інвестиційний центр здійснює управління всіма основними аспектами інвестиційної діяльності підприємства, координуючи свої дії з центрами управління операційною і фінансовою діяльністю підприємства.

На підприємствах, що використовують дивізійну організаційну структуру управління, в основі якої лежить децентралізація управління за окремими ознаками – регіональній, товарній і т.п. (характерна для

великих підприємств із широко диверсифікованою виробничою або регіональною діяльністю), функції управління інвестиціями покладаються на центри управління інвестиційною діяльністю, які сформовані у складі кожного дивізіону (відділення компанії). У цьому випадку система управління інвестиційною діяльністю має дезінтегрований характер і ключову роль відіграють не менеджери центрального апарату, а керівники відповідних виробничих відділень.

На підприємствах, що використовують проектну організаційну структуру управління (характерна, як правило, для середніх і великих підприємств) функції інвестиційного управління диференціюються в розрізі окремих підрозділів – проектної групи, що має комплексні повноваження щодо рішення поставлених завдань. У системі інвестиційного менеджменту такі підрозділи створюються для реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також для управління портфелем фінансових інструментів інвестування. Керівники таких проектних підрозділів безпосередньо підпорядковані генеральному директору або його заступнику з фінансових питань. Проектні підрозділи, що забезпечують управління інвестиційною діяльністю в межах конкретних завдань, створюються, як правило, на тимчасовій основі.

На підприємствах, що використовують матричну організаційну структуру управління (характерна для великих підприємств) проектний принцип доповнюється функціональним принципом управління. У цьому випадку на підприємстві організується подвійне підпорядкування інвестиційних менеджерів: з одного боку вони підпорядковані безпосереднім керівникам відповідних функціональних служб центрального апарату управління (з визначеного кола питань), з іншого – безпосередньому керівнику відповідного проекту.

«Центр відповідальності» являє собою структурний підрозділ підприємства, що цілком контролює ті або інші аспекти господарської діяльності, а його керівник самостійно приймає управлінські рішення в рамках цих аспектів і несе повну відповідальність за виконання доведених йому планових (нормативних) показників. Згідно з цією концепцією права керівника підрозділу – «центру відповідальності», які пов'язані з окремими аспектами управління господарською діяльністю в рамках цього підрозділу, паритетне кореспондують з мірою його відповідальності перед контролюючою структурою (органом управління вищого рівня) на підприємстві.

Однією з форм «центру відповідальності», утворюваною для управління інвестиційною діяльністю підприємства, є «*центр інвестицій*», що являє собою структурний підрозділ підприємства, керівник якого відповідає за використання виділених йому інвестиційних ресурсів і одержання необхідного прибутку від інвестиційної діяльності. Основним контрольованим показником при цьому є звичайно рівень прибутку на інвестований капітал. Прикладом «центру інвестицій» є дочірня фірма підприємства або виділений в його складі спеціальний структурний підрозділ, що здійснює винятково інвестиційну діяльність.

При формування «*центрів інвестицій*» підприємства виділяють такі основні етапи:

1. Визначення потреби у формуванні спеціалізованих структурних підрозділів підприємства;
2. Визначення системи прав та обов'язків керівників структурних підрозділів;
3. Розробка системи стимулювання керівників структурних підрозділів;
4. Розробка системи форм відповідальності керівників структурних підрозділів за невиконання установлених завдань;
5. Розробка та доведення «центрам інвестицій» планових (нормативних) завдань щодо здійснення інвестиційної діяльності;
6. Забезпечення контролю виконання «центрам інвестицій» встановлених завдань.

Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту – це система цілеспрямовано сформованих відповідних показників для використання в процесі прийняття і реалізації управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності підприємства. Вона являється складовою частиною інформаційної бази управління підприємством.

Побудова системи інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту передбачає формування необхідних показників завдяки зовнішнім та внутрішнім джерелам інформації.

Показники, що формуються із *зовнішніх джерел* інформації складаються:

- показники, що характеризують «інвестиційний клімат» держави в цілому;

- показники, що характеризують кон'юнктуру інвестиційного ринку;

- показники нормативно-правового характеру, що регламентують інвестиційну діяльність підприємства.

Показники, що формуються із *внутрішніх джерел* інформації складаються:

- планові (нормативні) показники розвитку підприємства за окремими напрямками його господарської діяльності;

- показники фінансового обліку та звітності підприємства;

- показники управлінського обліку підприємства.

Виділяють такі основні сфери інвестиційного аналізу на підприємстві:

1. Аналіз інвестиційної діяльності підприємства в цілому і окремих «центрів інвестицій».

2. Аналіз інвестиційної привабливості окремих реальних проектів і фінансових інструментів інвестування.

Система інвестиційного аналізу – це процес дослідження основних результатів інвестиційної діяльності підприємства («центра інвестицій») з метою викриття резервів подальшого підвищення її ефективності. Вона являється складовою частиною системи аналізу господарської діяльності підприємства.

Залежно від методів, що використовуються, розрізняють наступні системи аналізу інвестиційної діяльності підприємства («центра інвестицій»):

1. *Система Горизонтального (Трендового) Інвестиційного Аналізу* – це система аналізу, що досліджує динаміку окремих показників інвестиційної діяльності підприємства («центра інвестицій») у часі і визначає загальні тенденції їх зміни (або тренд).

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі основні напрямки горизонтального (трендового) інвестиційного аналізу:

а) Аналіз динаміки загального обсягу валових і чистих реальних інвестицій за ряд періодів;

б) Аналіз динаміки загальної вартості портфелю фінансових інвестицій за ряд періодів;

с) Аналіз динаміки загальної суми інвестиційних доходів за ряд періодів.

2. Система Вертикального (Структурного) Інвестиційного Аналізу – це система аналізу, що досліджує внутрішню структуру окремих узагальнюючих показників інвестиційної діяльності.

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі основні напрямки вертикального (структурного) інвестиційного аналізу:

- a) Структурний аналіз окремих видів інвестицій підприємства.
- b) Структурний аналіз реальних інвестицій підприємства.
- c) Структурний аналіз портфелю фінансових інвестицій підприємства.
- d) Структурний аналіз інвестиційних ресурсів підприємства за джерелами їх формування.

3. Система Порівняльного Інвестиційного Аналізу – це система аналізу, що базується на порівнянні між собою окремих груп аналогічних показників інвестиційної діяльності.

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі основні напрямки порівняльного аналізу:

- a) Порівняння темпів та результатів реального інвестування за даним підприємством та середньогалузевими;
- b) Порівняння основних показників інвестиційної діяльності окремих «центрів інвестицій» підприємства;
- c) Порівняння планових (нормативних) та звітних показників інвестиційної діяльності підприємства («центрів інвестицій»);
- d) Порівняння основних показників, що визначають умови інвестиційної діяльності підприємства («центрів інвестицій»).

4. Аналіз Інвестиційних Коефіцієнтів – це система аналізу досліджує співвідношення різних абсолютних показників, які характеризують обсяги та результати інвестиційної діяльності підприємства («центрів інвестицій»).

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі аналітичні коефіцієнти:

1. Коефіцієнт рентабельності інвестицій:

$$KPI = ЧП_i / IK \quad (2.1),$$

де $ЧП_i$ – середньорічна сума чистого прибутку від інвестиційної діяльності;

IK – сума інвестованого капіталу.

2. Коефіцієнт самофінансування інвестиційної діяльності:

$$KC_I = VIP_B / IP \quad (2.2),$$

де VIP_B – сума власних інвестиційних ресурсів, що сформовані за рахунок внутрішніх джерел;

IP – загальна сума сформованих інвестиційних ресурсів.

3. Коефіцієнт реінвестування прибутку:

$$KPI_I = ЧП_I / ЧП \quad (2.3),$$

де $ЧП_I$ – сума чистого прибутку підприємства, яка спрямована на інвестування;

$ЧП$ – загальна сума чистого прибутку підприємства.

Інвестиційна привабливість реальних проектів і фінансових інструментів – це комплексна характеристика окремих реальних проектів або фінансових інструментів інвестування, яка проводиться інвестором відповідно до розроблених ним критеріїв та показників.

Аналіз інвестиційної привабливості окремих реальних проектів і фінансових інструментів – це процес дослідження і оцінки за критеріями інвестора системи показників за окремими об'єктами інвестування з метою обґрунтування інвестиційних рішень.

У процесі аналізу інвестиційної привабливості окремих реальних проектів і фінансових інструментів досліджуються такі основні групи показників:

1. Показники *доходності* (ефективності) інвестицій;
2. Показники інвестиційного *ризик*у;
3. Показники *ліквідності* інвестицій.

Інвестиційне планування – це процес розробки основних показників інвестиційної діяльності підприємства та її забезпечення відповідними ресурсами у визначеному майбутньому періоді. Інвестиційне планування являється складовою частиною системи загального планування господарської діяльності підприємства.

Інвестиційне планування на підприємстві складається з таких систем:

1. Система прогнозування інвестиційної діяльності підприємства;
2. Система поточного планування інвестиційної діяльності підприємства;
3. Система оперативного планування інвестиційної діяльності підприємства.

Кожній із систем інвестиційного планування відповідають певні форми представлення його результатів (планові документи) (табл. 2.1):

Таблиця 2.1

Форми представлення результатів інвестиційного планування

Системи інвестиційного планування	Форми представлення результатів інвестиційного планування (планові документи)	Період планування
1. Система прогнозування інвестиційної діяльності підприємства	1. Інвестиційна стратегія підприємства. 2. Інвестиційна політика підприємства за окремими аспектами інвестиційної діяльності	3-5 років
2. Система поточного планування інвестиційної діяльності підприємства	1. Програма реальних інвестицій 2. Портфель довгострокових фінансових інвестицій 3. Основні показники інвестиційної діяльності в системі поточних фінансових планів.	1 рік
3. Система оперативного планування інвестиційної діяльності підприємства	1. Календарний план реалізації інвестиційних проектів 2. Капітальний бюджет за окремими інвестиційними проектами 3. Портфель короткострокових фінансових інвестицій	Квартал, місяць

Інвестиційний контролінг – це система внутрішнього контролю, що забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямках і показниках інвестиційної діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних її результатів від передбачених та прийняття оперативних управлінських рішень щодо виконання постановлених завдань.

Інвестиційний контролінг є складовою частиною загального внутрішнього контролю господарської діяльності підприємства.

На підприємстві система інвестиційного контролінгу будується за такими основними етапами:

1. Визначення об'єктів інвестиційного контролінгу;
2. Визначення видів інвестиційного контролінгу окремих об'єктів;
3. Формування системи пріоритетів показників інвестиційної діяльності, що контролюються;
4. Розробка системи кількісних стандартів контролю;
5. Побудова системи моніторингу показників інвестиційної діяльності, що контролюються;
6. Формування системи дій інвестиційних менеджерів з усуненню відхилень фактичних показників від встановлених стандартів.

Розрізняються такі основні види інвестиційного контролінгу:

1. стратегічний контролінг – це контроль цільових показників інвестиційної стратегії підприємства (квартал, рік);

2. поточний контролінг – це контроль показників поточних планів інвестиційної діяльності підприємства (місяць, квартал);

3. оперативний контролінг – це контроль показників календарних планів, капітальних бюджетів окремих проектів (тиждень, декада, місяць).

Основа системи інвестиційного контролінгу становить *система моніторингу показників інвестиційної діяльності підприємства, що контролюються*, яка передбачає:

1. Визначення системи інформативних звітних даних за кожним видом інвестиційного контролінгу;

2. Розробку системи узагальнюючих аналітичних показників, що характеризують фактичні результати показників, що контролюються;

3. Розробку стандартної структури форм контрольних звітів виконавців (керівників «центрів інвестицій»);

4. Визначення контрольних періодів за кожним видом інвестиційного контролінгу і кожній групі показників, що охоплюються ними;

5. Визначення розмірів відхилень фактичних результатів контрольованих показників інвестиційної діяльності від встановлених стандартів;

6. Виявлення основних причин відхилень фактичних результатів, які контролюються показниками інвестиційної діяльності від встановлених стандартів.

Система дій інвестиційних менеджерів щодо усунення відхилень фактичних показників інвестиційної діяльності від встановлених стандартів складається з трьох основних алгоритмів:

1. *«Не вживати ніяких заходів»* – така форма реагування передбачається в тих випадках, коли розмір відхилень значно нижчий за встановлений критерій;

2. *«Усунути відхилення»* – така система дій передбачає процедуру пошуку та реалізації резервів щодо забезпечення виконання цільових, планових або нормативних показників у наступному звітному періоді;

3. *«Скоригувати значення відповідних стандартів»* – така система дій з коригування значення певних цільових, планових або нормативних показників передбачається у випадках, коли можливості нормалізації окремих аспектів інвестиційної діяльності обмежені або зовсім відсутні.

2.2. Фінансово-математичні основи оцінки вартості грошей у часі

Оцінка доцільності інвестицій – це прийняття рішення про те, варто чи не варто вкладати гроші у той або інший проект.

Інвестиції, що плануються, реалізуються та вже здійснені, набувають форми інвестиційних проектів. Однак, проекти потрібно підібрати, розрахувати, виконати, а головне – оцінити їх ефективність на підставі порівняння витрат на проект та результатів його реалізації.

Оцінка доцільності інвестицій вимагає здійснення різного роду фінансово-економічних розрахунків, пов'язаних з потоками грошових коштів у різні проміжки часу. Ключову роль у цих розрахунках відіграє оцінка зміни грошей у часі. Концепція такої оцінки базується на тому, що вартість грошей протягом часу змінюється з урахуванням норми прибутку на грошовому ринку, в якості якої зазвичай виступає норма позичкового капіталу (або відсотку).

Вихідним положенням при розгляді особливостей застосування концепції зміни вартості грошей у часі в інвестиційному аналізі є розуміння суті поняття «інвестиції» з позицій фінансової теорії, а саме: «обмін певної сьогоднішньої вартості придбання фінансових чи реальних активів на можливо невизначену майбутню вартість». Тим самим майбутня вартість, на яку очікує інвестор має компенсувати йому відмову від поточного споживання відповідної сьогоднішньої вартості.

Враховуючи, що інвестування являє собою тривалий процес, в інвестиційній практиці часто приходиться порівнювати вартість грошей на початку їх інвестування з вартістю грошей при їх поверненні у вигляді майбутнього прибутку, амортизації, грошового потоку тощо. Тому приймаючи рішення про інвестування слід враховувати:

- інфляцію;
- ризик, невизначеність;
- схильність до ліквідності;
- можливість альтернативного використання коштів.

Отже, одна й та сама сума коштів має різну цінність у часі по відношенню до моменту їх використання.

Уявимо будь-який інвестиційний проект як певний «чорний ящик», що являє собою систему і перетворює вхідні ресурси на вихідний продукт протягом певного часу. Від моменту освоєння ресурсів до

початку експлуатації створеного об'єкту проходить певний час, який необхідний для перетворення ресурсів у кінцевий результат проекту (продукція чи послуга). І тому важливим фактором, що обмежує інвестиційну діяльність є фактор часу: між рішенням про інвестування коштів та матеріалізованими в продукції чи послугах результатами в межах життєвого циклу проекту існує певний час, врахування якого є одним з важливіших методичних прийомів прийняття інвестиційних рішень та базується на фундаментальних поняттях теорії цінності грошей у часі. Таким чином, і витрати $C(t)$ і вигоди $B(t)$ у кожному конкретному проекті можна віднести до певного часового інтервалу (або моменту) часу t , для якого необхідно оцінити адекватність одноперіодних вигод та витрат, тобто $B(t) - C(t)$.

Загальною методологічною основою прийняття інвестиційних рішень є економічна теорія, мікроекономіка, макроекономіка та системний аналіз. В їх межах сформувалися та широко використовуються основні та важливі для інвестування поняття: майбутня вартість, теперішня вартість, альтернативна вартість.

В практиці інвестування необхідно порівнювати суму грошей, що вкладаються в проект, із сумою, яку інвестор сподівається отримати після завершення інвестиційного періоду. Для порівняння суми грошових коштів під час їх вкладання з сумою, яка буде одержана, використовують поняття майбутня та теперішня вартість грошей.

Майбутня вартість грошей – це та сума, в яку повинні перетворитись через визначений час вкладені сьогодні під відповідний відсоток кошти.

Розрахунок майбутньої вартості грошей пов'язаний із застосуванням концепції компаундування, тобто компаундуванням або нарощуванням початкової суми. Нарощування передбачає збільшення початкової суми грошей шляхом приєднання до суми нарахованих на неї процентних платежів за відповідний період часу.

В інвестиційних розрахунках відсоткова ставка використовується не тільки як інструмент нарощування вартості грошових коштів, але і в більш ширшому розумінні – як вимірник ступеня доходності інвестиційних операцій.

При проведенні фінансово-економічних розрахунків, які пов'язані з інвестуванням коштів, процеси нарощування вартості можуть здійснюватися як по простим, так і по складним відсоткам. Прості відсотки застосовуються, як правило, при короткостроковому

інвестуванню, а складні відсотки при довгостроковому. Базою для обчислення відсотків за кожен період у цьому випадку є початкова (теперішня, первісна, вихідна) вартість – PV , або кінцева сума угоди – FV .

Простим відсотком називається сума, яка нараховується по першопочатковій (теперішній) вартості внеску в кінці одного періоду платежу, обумовленого умовами інвестування коштів (місяць, квартал, рік, і т.п.).

При розрахунку суми простого відсотка в процесі нарощування внеску використовується наступна формула:

$$J = PV \times r \times t, \quad (2.4)$$

де J – сума відсотка за обумовлений період інвестування в цілому;

r – банківська річна ставка відсотків, ціна річного використання грошей або ставка дохідності (відображена десятковим дробом);

t – загальна кількість періодів, років (порядковий номер року починаючи з наступного за поточним, якому відповідає величина PV).

Для розрахунку майбутньої річної вартості грошей за простими відсотками використовується формула:

$$FV = PV + J = PV \times (1 + r \times t), \quad (2.5)$$

Де FV (Future value) – майбутня вартість грошей;

PV (Present value) – початкова вкладена сума;

$(1 + r \times t)$ – коефіцієнт нарощування (компаундування) за простою схемою нарахування відсотків. Його значення завжди повинні бути більше одиниці.

При зміні ставки відсотків простого нарахування кожного періоду t або кожного періоду нарахування відсотків n в межах періоду t знаходження майбутньої вартості можливе за формулою:

$$\begin{aligned} FV &= PV \times (1 + t \times (r_1 + r_2 + \dots + r_t)) = \\ &= PV \times (1 + \frac{t}{n} \times (r_1 + r_2 + \dots + r_n)) = PV \times (1 + \sum_{i=1}^n n_i \times r_i) \end{aligned} \quad (2.6)$$

На практиці тривалість короткострокової операції звичайно менше року.

У цьому випадку, загальний термін проведення операції t коригується в такий спосіб:

$$t = \frac{k}{T} \quad (2.7),$$

де k – кількість днів проведення операції;

T – база нарахування (кількість днів у році: 360, 365 чи 366).

З урахуванням коригувань терміну операції її майбутню вартість можна визначити як:

$$FV = PV \times \left(1 + r \times \frac{k}{T}\right) \quad (2.8),$$

Звичайно при визначенні тривалості проведення операції дати її початку і закінчення вважаються за 1 день.

У процесі проведення аналізу як тимчасову базу T часто зручно використовувати умовний чи фінансовий рік, що складається з 360 днів (12 місяців по 30 днів). Обчислені у такий спосіб за такої бази відсотки називають *звичайними* чи *комерційними*.

Точні відсотки одержують при базі рівній фактичній кількості днів у році, тобто при $T = 365$ чи 366 для високосного року.

У свою чергу, термін тривалості операції k також може бути приблизним (коли місяць приймається рівним 30 дням) і точним (фактична кількість днів у кожному місяці).

Таким чином, залежно від параметрів k та T , можливі наступні варіанти нарахувань відсотків:

- 365/ 365 – фактична (точна) кількість днів проведення операції і фактична кількість днів у році;

- 365/ 360 – фактична (точна) кількість днів проведення операції і номінальна кількість днів у році (фінансовий рік – 12 місяців по 30 днів);

- 360/ 360 – наближене число днів проведення операції (місяць приймається рівним 30 дням) і фінансовий рік (12 місяців по 30 днів);

- 360/ 365 – наближене число днів проведення операції (місяць приймається рівним 30 дням) і фактична кількість днів у році.

Звичайні відсотки (360/360) більш зручно використовувати в аналітичних розрахунках. Цим пояснюється така популярність їхнього застосування на практиці в більшості розвинутих країн, включаючи США і країн центральної Європи.

В Україні та Росії, а також більшості країн колишнього СРСР, застосовуються як звичайні (360/360), так і точні відсотки (365/365).

Зокрема, точні відсотки використовуються в офіційних методиках НБУ та для розрахунку прибутковості державних зобов'язань. Нарахування за формулою точних відсотків вимагає визначення фактичної кількості днів проведення операції, що здійснюється за спеціальними довідковими таблицями.

Звичайні відсотки переважно застосовуються при проведенні операцій з векселями та в розрахунках за міжнародними кредитами і кредитними лініями, отриманими під гарантії уряду чи міжбанківськими кредитами в межах міжурядових протоколів.

Визначення майбутньої вартості за простою схемою здійснюється здебільшого при визначенні ефективності короткострокових інвестицій, якщо не передбачено складну схему нарахування відсотків. Для довгострокового періоду розміщення вільних коштів теж може мати місце просте нарахування відсотків, але у цьому разі така умова обов'язково вказується додатково. Отож, специфікою інвестиційної діяльності є переважне використання складних схем нарахування відсотків

Складними відсотками – називається сума доходу, яка утворюється у результаті інвестування при умові, що сума нарахованого простого відсотка не виплачується після кожного періоду, а додається до суми основного внеску і в наступному платіжному періоді сама приносить дохід.

Для розрахунку майбутньої вартості грошей використовується також формула складних відсотків:

$$FV = PV \times (1 + r)^t \quad (2.9),$$

У наведеній FV – майбутня вартість за складними відсотками;
 $(1+r)^t$ – коефіцієнт нарощування (компаундування) за складним відсотком – $FVIF(r,t)$. Дані коефіцієнти розраховується за допомогою інженерного калькулятора або за допомогою таблиць, які представлені в додатках.

Коефіцієнт нарощування (компаундування) – майбутня вартість 1 гр. од., залишеної на рахунку під відсоткову ставку на певний період.

Якщо r прогнозується змінним для різних періодів реалізації то t відобразатиме кількість множників, а отже формула знаходження коефіцієнту компаундування для періоду t матиме вигляд:

$$FVIF(r, t) = (1 + r_1) \times (1 + r_2) \times \dots \times (1 + r_t) \quad (2.10),$$

де r_1, r_2, \dots, r_t – ставки відповідних періодів нарахування відсотків.

У випадку, коли відсотки нараховуються неперервно, тобто $n \rightarrow \infty$ майбутня вартість може бути розрахована на основі теорем про границі

(другої чудової границі) $\lim(1 + \frac{r}{n})^n = e^r$ таким чином:

$$FV = PV \times (1 + \frac{r}{n})^{t \times n} \text{ при } n \rightarrow \infty; \quad (2.11)$$

$$FV = PV \times e^{r \times t} \quad (2.12),$$

де $e \approx 2,7182818284590\dots$, $e \approx 2,718$.

Якщо в межах загального періоду t буде здійснюватися нарахування відсотків з відповідною періодичністю n , то формула знаходження коефіцієнту компаундування для періоду t матиме вигляд:

$$FVIF(r, n, t) = (1 + \frac{r}{n})^{t \times n} \quad (2.13)$$

Процентна ставка, що дорівнює відношенню номінальної ставки r до кількості періодів нарахування n , називається *періодичною*.

Слід відмітити, що періодична ставка відсотків може використовуватися при розрахунках лише у випадках, якщо кількість платежів за рік дорівнює кількості періодів нарахування відсотків.

Якщо за певними вкладеннями сплачуються відсотки r чистої вигоди в рік у розрахунку на одиницю інвестицій, але виплати здійснюються декілька разів на рік, фактична дохідність такого інвестування буде більшою r , якщо проміжні виплати можуть бути реінвестовані. У цьому разі слід відкоригувати ставку відсотків і знайти так звану *ефективну ставку дохідності* за наступною формулою:

$$r_t = (1 + \frac{r}{n})^n - 1 \quad (2.14)$$

Звісно, що величина ефективної ставки залежить від періодичності виплат, тобто чим більше n , тим більше буде r . Для неперервного нарахування відсотків ефективна ставка буде дорівнювати:

$$r_t = e^r - 1 \quad (2.15)$$

Іноді виникають випадки, коли періодичність нарахування відсотків та кількість платежів не співпадають. Тобто нарахування здійснюється

раз на рік, а загальний періодів трохи більше періоду t , наприклад, 2,5 років, 3,5 років тощо. Для спрощення підрахунку майбутньої вартості можна скористатися такою формулою:

$$FV = PV \times (1 + r)^{t_a} \times (1 + r \times t_b) \quad (2.16),$$

де t_a – кількість періодів t (ціле число років),

$$t_b = \frac{1}{n} - \text{залишок від цілої частини (дріб) періоду } t,$$

n – кількість нарахувань в періоді t за рік.

$$t = t_a + t_b \quad (2.17)$$

Виразити співвідношення для знаходження дохідності операції тривалістю до 1 року за умовою складного нарахування можна таким чином:

$$FV = PV \times (1 + r)^{\frac{n}{m}} \quad (2.18),$$

де r – кількість періодів n за рік.

Таким чином, *відсотки за складним нарахуванням* – це сума доходу, яку отримує 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.

Як правило, у процесі аналізу короткострокових інвестиційних операцій, для дисконтування і нарощення використовують *прості схеми нарахування відсотків*.

Процентна ставка використовується не тільки як інструмент нарощування вартості грошових коштів, але і як норма дохідності інвестиційних операцій.

Для будь-якого аналітика актуальним є зворотна дія, а саме: що означає з позицій сьогодення величина (поточна, приведена, сьогоднішня) вартість чи цінність запланованої суми грошей, яку буде отримано через t років за ставки відсотків r . Інакше кажучи, яку суму PV в грошових одиницях необхідно сьогодні витратити, щоб, через t років з урахуванням складної схеми нарахування відсотків за ставкою r , величина її реальної вартості була б FV . В основі з'ясування цього лежить концепція дисконтування, в межах якої використовується поняття теперішньої вартості.

Теперішня (поточна, приведена) вартість грошей – це сума майбутніх грошових надходжень, приведених до сучасного моменту, з урахуванням процентної ставки або норми дохідності.

Розрахунок теперішньої вартості грошей називається процесом дисконтування майбутньої вартості грошей. Основою дисконтування є поняття «часової переваги» або зміни цінності грошей у часі. Це означає, що раніше одержані гроші мають більшу цінність, ніж гроші, одержані пізніше, що зумовлюється зростанням ризиків і невизначеності у часі.

При розрахунку суми простого відсотка в процесі дисконтування вартості грошових коштів (тобто суми дисконту) використовується наступна формула:

$$d = FV - FV \times \left(\frac{1}{1 + r \times t} \right) \quad (2.19),$$

де d – сума дисконту (по простим відсоткам) за обумовлений період інвестування в цілому.

$\left(\frac{1}{1 + r \times t} \right)$ – множник дисконтування за простим відсотком.

Теперішня вартість (величина) потоків платежів PV найважливішою характеристикою будь-якої інвестиційної операції.

Залежно від виду процентної ставки, при аналізі короткострокових фінансових операцій застосовують два методи дисконтування – математичне і комерційне (так званий банківський облік).

При математичному дисконтуванні як норму приведення використовують ставку r , яка застосовувалася при нарощенні.

При комерційному дисконтуванні в ролі норми приведення виступає так звана дисконтна ставка (d).

Математичне дисконтування являє собою задачу зворотну нарощенню і зводиться до визначення величини PV за відомим значенням величин FV , r , t , n . З урахуванням прийнятих позначень формула дисконтування теперішньої вартості грошей за простим відсотком буде мати наступний вигляд:

$$PV = FV \times \frac{1}{(1 + r \times t)} = FV \times \left(\frac{1}{1 + r \times \frac{k}{T}} \right) \quad (2.20),$$

$$t = \frac{k}{T} \quad (2.21),$$

де FV (Future value) – майбутня вартість грошей;

PV (Present value) – початкова вкладена сума або теперішня вартість грошей;

r – ставка відсотків або ставка дохідності;

t – кількість періодів (років).

k – кількість днів проведення операції;

T – база нарахування (кількість днів у році: 360, 365 чи 366).

Різницю $FV - PV$ при простому нарахуванні відсотків називають дисконтом чи знижкою, а використовувану норму приведення r – *декурсивною ставкою відсотків*.

При *банківському чи комерційному обліку* дисконтування застосовується, в основному, при банківському обліку векселів. Суть даного методу полягає в тому, що відсотки нараховуються на суму, яка підлягає сплаті наприкінці терміну операції. При цьому застосовується *дисконтна ставка*. Формула дисконтування за дисконтною ставкою має наступний вид:

$$PV = FV \times (1 - d \times t) = FV \times (1 - d \times \frac{k}{T}) \quad (2.22)$$

При дисконтуванні за дисконтною ставкою найчастіше використовують тимчасову базу 360/360 чи 360/365. Використовувану при цьому норму приведення d називають *антисипативною ставкою відсотків*.

Неважно помітити, що застосування двох розглянутих методів (1.16 та 1.18) дисконтування призводить до різних результатів, навіть якщо ставки однакові. Дисконтна ставка дає більш швидке зростання заборгованості, ніж звичайна ставка.

Для розрахунку теперішньої вартості грошей за складним відсотком використовують наступну формулу:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t} = FV \times \frac{1}{(1+r)^t}, \quad (2.23)$$

де, $\frac{1}{(1+r)^t}$ – коефіцієнт дисконтування за складним відсотком,

який розраховується за допомогою інженерного калькулятора або за допомогою спеціально розроблених таблиць, які подані в додатках.

З наведеної формули 1.19 випливає, що дисконтування являє собою процес, зворотний нарощуванню. Величина r називається ставкою дисконту або просто нормою дисконту, а величина $\frac{1}{(1+r)^t}$

коефіцієнтом дисконтування $PVIF(r,t)$.

Коефіцієнт дисконтування – поточна вартість 1 гр.од. за період t , приведена з урахуванням визначеного відсотку r за кожен такий період.

Якщо r прогнозується змінним для різних періодів реалізації, то формула знаходження коефіцієнту дисконтування для періоду t матиме вигляд:

$$PVIF(r,t) = \frac{1}{(1+r_1) \times (1+r_2) \dots (1+r_t)} \quad (2.24)$$

де, r_1, r_2, \dots, r_t – ставки дисконту відповідних періодів.

У випадку, коли відсотки нараховуються неперервно, тобто кількість нарахувань в межах загального періоду $n \rightarrow \infty$, теперішня вартість може бути розрахована на основі другої чудової границі таким чином:

$$PV = FV \times \left(\frac{1}{1 + \frac{r}{n}} \right)^{t \times n} \quad \text{при } n \rightarrow \infty \quad (2.25),$$

$$PV = FV \times e^{-r \times t} = FV \times \frac{1}{e^{r \times t}} \quad (2.26),$$

де $e \approx 2,7182818284590\dots, e \approx 2,718$.

Якщо в межах загального періоду t буде здійснюватися нарахування відсотків з відповідною періодичністю n , то формула знаходження коефіцієнту дисконтування для періоду t матиме вигляд:

$$PVIF(r,n,t) = \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{n}\right)^{t \times n}} \quad (2.27)$$

При оцінці ефективності інвестиційного проекту порівняння поточних та майбутніх витрат та вигод здійснюється шляхом приведення (дисконтування) їх реальної грошової вартості до початкового періоду (періоду прийняття рішення, базового періоду).

Виразити співвідношення для знаходження теперішньої вартості суми, отриманої через певний час до 1 року за умовою складного нарахування можна таким чином:

$$PV = FV \times \frac{1}{(1+r)^{\frac{n}{m}}} \quad (2.28),$$

де m – кількість періодів n за рік.

Величина ставок та тривалість операції можуть бути визначені за такими формулами:

1. у випадку простого нарахування відсотків при застосуванні концепції компаундування:

$$r = \frac{FV - PV}{PV \times t} = \frac{FV - PV}{PV \times k} \times T \quad (2.29),$$

$$t = \frac{FV - PV}{PV \times r} \quad (2.30),$$

$$k = \frac{FV - PV}{PV \times r} \times T \quad (2.31),$$

де FV (Future value) – майбутня вартість грошей;

PV (Present value) – початкова вкладена сума або теперішня вартість грошей;

r – ставка відсотків або ставка дохідності;

t – кількість періодів (років);

k – кількість днів проведення операції;

T – база нарахування (кількість днів у році: 360, 365 чи 366).

2. у випадку простого нарахування відсотків при застосуванні концепції дисконтування:

$$r = \frac{FV - PV}{FV \times t} = \frac{FV - PV}{FV \times k} \times T \quad (2.32),$$

$$t = \frac{FV - PV}{FV \times r} \quad (2.33),$$

$$k = \frac{FV - PV}{FV \times r} \times T \quad (2.34),$$

де FV (Future value) – майбутня вартість грошей;

PV (Present value) – початкова вкладена сума або теперішня вартість грошей;

r – ставка відсотків або ставка дохідності;

t – кількість періодів (років);

k – кількість днів проведення операції;

T – база нарахування (кількість днів у році: 360, 365 чи 366).

3. у випадку складного нарахування відсотків при застосуванні концепцій компаундування та дисконтування:

$$r = \sqrt[t]{\frac{FV}{PV}} - 1 \quad (2.35)$$

$$r = n \times \left(\sqrt[t \times n]{\frac{FV}{PV}} - 1 \right) \quad (2.36)$$

$$t = \frac{\ln\left(\frac{FV}{PV}\right)}{\ln(1+r)} \quad (2.37)$$

$$t = \frac{\ln\left(\frac{FV}{PV}\right)}{n \times \ln\left(1 + \frac{r}{n}\right)} \quad (2.38)$$

де FV (Future value) – майбутня вартість грошей;

PV (Present value) – початкова вкладена сума або теперішня вартість грошей;

r – ставка відсотків або ставка дохідності;

t – кількість періодів (років);

n – кількість періодів нарахування відсотків в межах періоду t .

Дисконтування означає перерахунок вигод і витрат для кожного розрахункового періоду за допомогою норми (ставки) дисконту. При дисконтуванні за допомогою приведеної процентної ставки, що визначається альтернативними інвестиційними можливостями, здійснюється розрахунок відносної цінності однакових грошових сум, одержуваних або сплачуваних у різні періоди часу.

Норма дисконту – це процентна ставка, яка застосовується до грошових сум, які інвестор планує отримати в майбутньому, для того,

щоб визначити розмір інвестицій сьогодні. Результат порівняння двох проектів з різним розподілом витрат і вигод у часі може істотно залежати від норми дисконту. Питання визначення величини норми дисконту досить суттєве.

У стабільній ринковій економіці величина норми дисконту стосовно власного капіталу визначається з відсотків за депозитом з урахуванням інфляції та ризиків проекту. Якщо норма дисконту буде нижчою депозитного процента, інвестори вкладатимуть гроші в банк. Якщо норма дисконту істотно перевищуватиме депозитний банківський процент (з урахуванням інфляції та інвестиційних ризиків), виникне підвищений попит на гроші, а отже, підвищиться банківський процент.

Норма дисконту стосовно позикового капіталу являє собою відповідну процентну ставку, яка визначається умовами процентних виплат і погашення позик.

У випадку змішаного капіталу норму дисконту приблизно можна знайти як середньозважену вартість капіталу, розраховану з огляду на структуру капіталу, податкову систему, умови виплат тощо. Таким чином, якщо є N видів капіталу, вартість кожного з яких після сплати податків дорівнює r_i та його частка у загальному капіталі становить w_i , то норма дисконту r приблизно дорівнюватиме:

$$r = \sum_{i=1}^N w_i \times r_i \quad (2.39)$$

В умовах перехідної економіки, коли процент за депозитними вкладками не визначає реальної ціни грошей, можливе використання двох підходів.

Для оцінки ефективності з позицій економічного аналізу норма дисконту повинна відображати не лише суто фінансові інтереси держави, а й систему преференцій членів суспільства щодо відносної значущості доходів у різні часові проміжки. В цьому випадку значення норми дисконту встановлюється державою як особливий соціально-економічний норматив.

Для оцінки ефективності з позицій фінансового аналізу норма дисконту визначається суб'єктом господарської діяльності з урахуванням альтернативних та доступних для нього на ринку вкладень з порівнянням ризиком.

При визначенні дисконтних ставок враховують такі принципи:

- з двох майбутніх надходжень вищу дисконтну ставку матиме те, що надійде пізніше;
- чим нижчий визначений рівень ризику, тим нижчою повинна бути ставка дисконту;
- якщо загальні процентні ставки на ринку зростають, зростають і дисконтні ставки.

Для одержання коректних результатів при проведенні розрахунків критеріїв ефективності інвестиційних проектів необхідно дотримуватися таких умов:

1. Початковий розрахунковий період проекту має бути чітко позначений як нульовий або як перший. Якщо передбачаються значні інвестиції у початковому розрахунковому періоді, часто застосовується система з нульовим періодом, що власне і впливає з розуміння інвестицій з позицій фінансової теорії.

2. Вибір моменту часу для дисконтування грошових потоків має бути узгоджений до початку розрахункового періоду для всіх витрат даного періоду.

Норма дисконту може зменшитись, якщо існує перспектива ділового підйому, зниження інфляції та процентних ставок. Якщо зменшується дисконт, то зростає теперішня вартість майбутніх доходів.

Розрахунок майбутньої та теперішньої вартості грошей можна здійснити за допомогою звичайного або фінансового калькулятора, а також фінансових таблиць. У фінансових таблицях по горизонталі вказані ставки процентів, а по вертикалі – номер періоду. На перетині значень знаходиться величина відповідного коефіцієнту компаундування або дисконтування.

Таким чином, будь-яку суму грошей можна розглядати як майбутню або теперішню вартість грошей. При цьому вартість грошей у майбутньому арифметично завжди більша. Визначення теперішньої вартості грошей є важливим для прийняття рішення щодо вибору альтернативних варіантів інвестиційних проектів.

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 елемента грошового потоку.

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

Використовуючи формулу майбутньої вартості для кожного елементу грошового потоку від нуля до n отримаємо майбутню вартість грошового потоку:

$$CF_n = CF_1(1+r)^{n-1} + CF_2(1+r)^{n-2} + \dots + CF_n(1+r)^{n-k} = \sum_{k=1}^n CF_k(1+r)^{n-1} \quad (2.40),$$

де n – 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.

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

$$PV = \left(\frac{CF_1}{1+r}\right)^1 + \left(\frac{CF_2}{1+r}\right)^2 + \dots + \left(\frac{CF_n}{1+r}\right)^n = \sum_{k=1}^n \left(\frac{CF_k}{1+r}\right)^k \quad (2.41),$$

де n – кількість періодів, що аналізуються; k – номер періоду.

Якщо існує два різні варіанти вкладення тимчасово вільних коштів з однаковим періодом реалізації, але різними дисконтними ставками, то можна визначити їх теперішню вартість і порівняти, який із них доцільно, вибрати.

Поняття *альтернативної вартості* є основоположним для проведення аналізу витрат і вигод. Більше того, визначальною рисою різних економічних систем є те, яким чином враховується альтернативна вартість при прийнятті рішень. Ефективнішою є система, що забезпечує найповніше врахування альтернативної вартості.

Оскільки для задоволення всіх потреб завжди бракує ресурсів, постає завдання оптимального використання доступних ресурсів. Потенційно будь-які ресурси можна використати кількома способами. Використання ресурсів на одні цілі неминуче виключає можливість іншого їх використання. Альтернативна вартість використовуваного певним чином ресурсу визначається цінністю, яку він міг би мати при

використанні найкращим з можливих альтернативних способів. Концепція альтернативної вартості є простим, але потужним знаряддям, ще відіграє центральну роль в аналізі витрат і вигод.

Поняття альтернативної вартості відомо нам із повсякденного досвіду, коли необхідно здійснювати вибір серед альтернативних варіантів на користь одного з них. Обираючи відповідний варіант, відбувається відмова від інших і платня за рішення є саме відмова або упущена вигода від інших варіантів. Тому *альтернативна вартість* прийнятого рішення являє собою вартість (цінність) найкращої з можливих невибраних альтернатив.

Наприклад, перед нами постає питання чи купувати новий автомобіль чи продовжувати експлуатувати старий ще один рік. Оцінюючи ці взаємовиключні варіанти, отримали дані, зведені у табл. 2.2.

У даному випадку, порівнюючи два взаємовиключні варіанти розрахунки засвідчують, що кращим варіантом за представлених вихідних даних є продовження експлуатації старого автомобіля ще один рік, оскільки витрат буде менше. Альтернативна вартість такого рішення становить 5300 гр.о.

Таблиця 2.2

Дані про альтернативи

Показник	Варіанти		Порівняння альтернатив (1)-(2)
	Купувати новий (1)	Експлуатувати далі старий (2)	
Ринкова ціна обраного нового автомобіля	-8000	0	-8000
Ринкова ціна продажу старого автомобіля	1800	0	1800
Додаткові витрати на продаж старого автомобіля	-2000	0	-2000
Ремонт старого автомобіля	0	-2000	2000
Експлуатаційні витрати	0	-500	500
Гаражні витрати	-120	-120	0
Інше	-100	-500	400
Всього	-8420	-3120	-5300

З іншої точки зору розглянемо варіант, коли декілька фінансових інституцій пропонують умови розміщення коштів.

Банк «Альфа-капітал» – 12% р.а. (річних),

Банк «Інтеграл» – 11% р.а. ,

Банк «Фінанси та кредит» – 15% р.а.

Найкращий варіант для розміщення коштів – це максимум з запропонованих ставок, тобто слід обрати 15% р.а. пропозиції «Фінанси та кредит». Альтернативною вартістю такого рішення буде 12% р.а. пропозиції «Альфа-капітал», оскільки така ставка є можливою упущеною вигодою з існуючих, але необраних варіантів. Отже, якщо ми не отримаємо відсотків за ставкою банку «Фінанси та кредит» (15% р.а.) обраного варіанту, то вартість відмови для нас становитиме 12% р.а.

Якщо ж у нас з'явиться пропозиція реалізувати реальний проект для якого через 3 роки буде отримано певний обсяг сукупної віддачі, то для схвалення проекту слід скористатися ставкою 15% р.а. як альтернативною вартістю для порівняння і прийняття остаточного рішення. Тобто використати максимально можливу упущену вигоду наявних альтернативних рішень як базу для обґрунтування. Таким чином ставка 15% р.а. буде використана як ставка дисконту для визначення теперішньої вартості майбутніх грошових надходжень від реалізації реального інвестиційного проекту.

Таким чином *альтернативна вартість* – це завжди вартість найкращої з можливих альтернатив при прийнятті інвестиційного рішення.

За окремими видами проектів надходження можуть здійснюватися через рівні проміжки часу та в однакових обсягах, тобто можуть бути *ануїтетом*.

Потік платежів, всі елементи якого розподілені в часі так, що інтервали між будь-якими двома послідовними платежами постійні, називають фінансовою рентою чи ануїтетом (annuity).

Теоретично, залежно від умов формування, можуть бути отримані дуже різноманітні види ануїтетів: із платежами рівної або довільної величини; зі здійсненням виплат на початку, у середині чи кінці періоду та ін.

У фінансовій практиці часто зустрічаються так звані прості чи звичайні ануїтети (ordinary annuity, regular annuity), що припускають одержання або виплату однакових за величиною сум протягом усього терміну операції наприкінці кожного періоду (року, півріччя, кварталу, місяця тощо).

Виплати за облігаціями з фіксованою ставкою купону, банківськими кредитами, довгостроковою оренді, страховим полісам, формування

різних фондів – усе це далеко неповний перелік операцій, грошові потоки яких, являють собою звичайні анuitети.

Відповідно до визначення, простий анuitет має дві важливі властивості:

1. усі його n -елементи рівні між собою:

$$CF_1 = CF_2 = \dots = CF_n = CF = A;$$

2. відрізки часу між виплатою/одержанням сум CF однакові.

На відміну від разових платежів, для кількісного аналізу анuitетів нам знадобляться усі виділені раніше характеристики грошових потоків:

$$FV, PV, CF, r, t, n.$$

Найчастіше використання анuitету застосовується при розрахунках з банком або оцінці ефективності операцій з цінними паперами. Зокрема, використання анuitету здійснюється для визначення накопиченої на депозиті за весь період депозитної угоди суми, якщо буде здійснюватися збільшення депозиту через рівні проміжки часу на одну й ту саму суму. У цьому випадку визначається *майбутня вартість анuitету*.

Майбутня вартість звичайного анuitету являє собою суму всіх платежів, що її складає з нарахованими відсотками на кінець терміну проведення операції.

Отже для t -періодів майбутня вартість анuitету розраховуватиметься за формулою:

$$FV_A = A \times (1+r)^{t-1} + A \times (1+r)^{t-2} + A \times (1+r)^{t-3} + \dots + A \quad (2.42)$$

Виконуючи низку математичних перетворень, можна отримати компактніший запис:

$$FV_A = A \times \frac{(1+r)^t - 1}{r} \quad (2.43),$$

де FV_A (Future value annuities) – майбутня вартість анuitету;

A – анuitет,

r – ставка відсотків або ставка дохідності;

t – кількість періодів (років).

$$FVIFA(r, t) = \frac{(1+r)^t - 1}{r} \quad - \text{ коефіцієнт майбутньої вартості}$$

анuitету, розраховується за допомогою інженерного калькулятора, комп'ютера або за допомогою спеціально побудованих таблиць.

$$FV_A = A \times \frac{(1+r)^t - 1}{r} = A \times \sum_{t=1}^n (1+r)^{t-1} \quad (2.44),$$

Суму анuitету A та кількість періодів проведення операцій t для звичайного анuitету можна визначити з відповідного співвідношення.

Якщо відома майбутня вартість анuitету FV_A при заданих t та r величина платежу може бути розрахована так:

$$A = FV_A \times \frac{r}{(1+r)^t - 1} \quad (2.45)$$

При цьому вираз $\frac{r}{(1+r)^t - 1}$ часто називають коефіцієнтом погашення або накопичення (sinking fund factor) – SFF і він є зворотнім відносно коефіцієнту майбутньої вартості анuitету.

З іншого боку, якщо необхідно визначити суму, яку можна знімати через рівні проміжки часу з депозитного рахунку, щоб суми на ньому вистачило на певну кількість року, слід скористатися теперішньою вартістю анuitету.

Під *теперішньою вартістю анuitету* розуміють суму всіх складових його платежів, приведених на момент початку операції.

Загальне співвідношення для визначення теперішньої вартості анuitету має такий вигляд:

$$PV_A = A \times \frac{(1+r)^t - 1}{r \times (1+r)^t} = A \times \frac{1 - (1+r)^{-t}}{r} = A \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} \quad (2.46),$$

PV_A (Present value annuities) – теперішня вартість анuitету;

A – сума анuitету,

r – ставка відсотків або ставка дохідності;

t – кількість періодів (років).

$$PVIFA(r, t) = \frac{(1+r)^t - 1}{r \times (1+r)^t} \quad \text{– коефіцієнт теперішньої вартості}$$

анuitету.

Неважко помітити, що наведений коефіцієнт являє собою коефіцієнт, який рівний теперішній вартості анuitету в 1 грошову одиницю. Якщо поділити теперішню вартість грошового потоку будь-якого виду на цей множник, можна отримати величину періодичного платежу CF

еквівалентного йому анuitету. Ця математична залежність часто застосовується для аналізу приведення потоків є нерівномірними надходженнями до вигляду звичайного анuitету.

Якщо відома теперішня вартість анuitету PV_A при заданих t та r , величина платежу може бути розрахована так:

$$A = PV_A \times \frac{r \times (1+r)^t}{1 - (1+r)^{-t}} \quad (2.47)$$

При цьому вираз $\frac{r \times (1+r)^t}{1 - (1+r)^{-t}}$ часто називають коефіцієнтом відновлення або відшкодування (покриття) капіталу (capital recovery factor) – *CRF*.

Розрахунок ставки відсотків для грошових потоків у вигляді серії платежів є складною справою. Для її розрахунку використовуються ітераційні методи, що дають лише наближений результат. Однак використання EXCEL дозволяє уникнути труднощів знаходження r за інших заданих умов при використанні опції «Підбір параметру» в меню «Сервіс». Єдиною проблемою тут лише є правильне формування розрахункової моделі в табличному процесорі.

Нарахування відсотків може здійснюватися, як на початок відповідного періоду, так і в кінці. При цьому цілком зрозуміло, що фінансовий результат нарахування відсотків на початок періоду буде вигідніший для інвестора, оскільки нарахування на початку кожного періоду завжди призводить до більшого значення майбутньої величини анuitету за той самий період. У зв'язку з цим в інвестиційному аналізі важливого значення набуває схема надходження анuitету.

Схеми надходження анuitету від реалізації інвестицій можуть різнитися за своєю суттю, що впливатиме на загальний обсяг грошових надходжень проекту. Так, розрізняють дві принципові схеми нарахування анuitету: *пренумерандо* та *постнумерандо*.

У першому випадку, тобто при схемі пренумерандо має місце *авансований анuitет*, коли перший платіж здійснюється наперед, тобто авансом, а відповідно у цьому разі буде нарахована більша сума відсотків.

У випадку *постнумерандо* – платіж надходить після закінчення відповідного розрахункового періоду, тобто мова йде про звичайний анuitет.

Для застосування схеми пренумерандо достатньо лише відкоригувати формули постнумерандо на $(1+r)^t$.

Отже визначення майбутньої вартості анuitету за схеми пренумерандо описується такою формулою:

$$FV_A = A \times \frac{(1+r)^t - 1}{r} \times (1+r) \quad (2.48)$$

Застосування схеми пренумерандо при визначенні теперішньої вартості анuitету:

$$PV_A = A \times \frac{(1+r)^t - 1}{r \times (1+r)^t} \times (1+r) \quad (2.49)$$

У випадку, коли мова йде про довічну ренту, тобто безстроковий анuitет (при $t \rightarrow \infty$) його теперішня вартість є сумою всіх членів нескінченно спадаючої геометричної прогресії зі знаменником $\frac{1}{1+r}$, що при $r \leq -2$ або $r \geq 0$ сходиться.

$$PV_A = A \times \frac{1}{(1+r)} + A \times \frac{1}{(1+r)^2} + \dots = A \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{A}{r} \quad (2.50)$$

Принцип еквівалентності процентних ставок широко застосовується в прийнятті інвестиційних рішень. Його використовують при порівнянні умов угод, заміні одного виду ставок на інший, визначенні ефективності операцій тощо.

У загальному випадку дві різні процентні ставки вважаються *еквівалентними*, якщо їхнє використання за однакових умов угоди призведе до одного і того ж фінансового результату.

Річна ставка відсотків за складним нарахуванням, яка еквівалентна номінальній, називається *ефективною ставкою відсотків за складним нарахуванням*. Дану ставку відсотків корисно знати, щоб оцінити реальну дохідність операцій або порівняти ставку у випадку, коли використовуються різні інтервали нарахування.

Виведення формул еквівалентності базується на рівності відповідних коефіцієнтів компаундування для простого та складного нарахування. При цьому припускається, що рівні між собою всі базові значення окрім самих ставок відсотків. А отже маємо:

$$FV_1 = PV_1 \times (1 + r_1 \times t_1), \quad (2.51)$$

$$FV_2 = PV_2 \times (1 + r_2)^{t_2}, \quad (2.52)$$

де r_1 – річна ставка відсотків простого нарахування,
 r_2 – річна ставка відсотків складного нарахування.

Якщо врахувати базові припущення:

$$FV_1 = FV_2 = FV, \quad PV_1 = PV_2 = PV, \quad t_1 = t_2 = t,$$

то звідси випливає, що

$$(1 + r_1 \times t) = (1 + r_2)^t \quad (2.53)$$

Таким чином, з вказаної нерівності можна визначити еквівалентну ставку заданій за різних умов нарахування відсотків.

- для визначення *річної ставки відсотків простого нарахування* буде вірною формула:

$$r_1 = \frac{(1 + r_2)^t - 1}{t} \quad (2.54)$$

якщо t складається з декількох періодів нарахування відсотків n , то матимемо:

$$r_1 = \frac{(1 + \frac{r_2}{n})^{t \times n} - 1}{t} \quad (2.55)$$

- для визначення *річної ставки відсотків складного нарахування* буде вірною формула:

$$r_2 = \sqrt[t]{1 + t \times r_1} - 1 \quad (2.56)$$

якщо t складається з декількох періодів нарахування відсотків n , то матимемо

$$r_2 = n \times (\sqrt[t \times n]{1 + t \times r_1} - 1) \quad (2.57)$$

З обліком $t = \frac{k}{T}$, для операцій із тривалістю менше року співвідношення еквівалентності декурсивної r та антисипативної d ставок матимуть наступний вигляд:

а) тимчасова база ставок однакова і дорівнює T (360 чи 365 днів):

$$r = \frac{T \times d}{T - k \times d} \quad (2.58)$$

$$d = \frac{T \times r}{T + k \times r} \quad (2.59)$$

б) тимчасова база ставки r дорівнює 365 дням, а d – 360 дням:

$$r = \frac{365 \times d}{360 - k \times d} \quad (2.60)$$

$$d = \frac{360 \times r}{365 + k \times r} \quad (2.61)$$

Можна також визначити ставку відсотків, еквівалентну даній, коли початкові умови повністю або частково не співпадають. Така ситуація може виникнути, зокрема, якщо є можливість обирати між різними комерційними пропозиціями.

- для визначення еквівалентних ставок у випадку, коли тільки майбутні вартості обох пропозицій рівновеликі, тобто $FV_1 = FV_2 = FV$.

Еквівалентність ставок застосовується у випадку, коли треба з'ясувати, якою повинна бути ставка за складним нарахуванням відсотків r_1 , щоб сума PV_1 вкладена під цю ставку на t_1 років, досягла б тієї ж величини, що і вся сума PV_2 вкладена під ставку r_2 складного нарахування на t_2 років. У даному випадку тільки майбутні вартості обох пропозицій рівновеликі, тобто $FV_1 = FV_2 = FV$.

Отже маємо рівність $PV_1 \times (1 + r_1)^{t_1} = PV_2 \times (1 + r_2)^{t_2}$, звідси

- для визначення еквівалентних ставок у випадку з різними періодами нарахування відсотків.

Припустимо треба визначити, що вигідніше, сплатити суму FV_1 через t_1 років або суму FV_2 через t_2 років. Вважатимемо, що $FV_1 \leq FV_2$ та $t_1 \leq t_2$. У протилежному випадку рішення буде тривіальне. Залежно від розміру ставки відсотків, під яку можуть бути вкладені кошти, FV_1 та FV_2 мають різну теперішню вартість PV_1 та PV_2 .

$$PV_1 = \frac{FV_1}{(1 + r_1)^{t_1}}, \quad PV_2 = \frac{FV_2}{(1 + r_2)^{t_2}} \quad (2.62)$$

для $FV_1 = PV_1$, $FV_2 = PV_2$.

Отже, треба знайти таку ставку r_0 , що урівноважує обидва теперішні значення обох сум, тобто $\frac{FV_1}{(1 + r_0)^{t_1}} = \frac{FV_2}{(1 + r_0)^{t_2}}$, звідки,

$$r_0 = t_2^{-t_1} \sqrt[t_2 - t_1]{\frac{FV_2}{FV_1}} - 1 \quad (2.63)$$

Для всіх $r \leq r_0$ доцільнішим є варіант з меншою сумою і меншим терміном і, навпаки, для $r \geq r_0$ – більшими сумами та більшим терміном.

Приклад. Капітал, отриманий в кредит, вкладений під ставку 22% р.а. складного нарахування. Для розрахунку з кредиторами необхідно сплатити 30 млн. грн. через 2 роки або 36 млн. грн. через 3 роки. Який варіант розрахунку з боргами кращий? Для відповіді на це запитання треба знайти ставку рівності і порівняти відомі ставки з отриманою.

$$r_0 = t_2^{-t_1} \sqrt[t_2 - t_1]{\frac{FV_2}{FV_1}} - 1 = 3^{-2} \sqrt[3-2]{\frac{36}{30}} - 1 = 0,2 \quad (2.64)$$

Отримана ставка 20% менше заданої 22%, отже величина більшої суми виявилася меншою, а тому борг доцільніше повернути через три роки.

2.3. Оцінка інфляції, ризиків та ліквідності в процесі прийняття інвестиційних рішень

В інвестиційній практиці постійно доводиться зважати на коригувальний фактор інфляції, яка з часом знецінює вартість грошових коштів. Це пов'язано з тим, що ріст інфляції (індексу середніх цін) викликає відповідне зниження купівельної спроможності грошей.

При розрахунках, пов'язаних з коригуванням грошових потоків у процесі інвестування з урахуванням інфляції, прийнято використовувати два основних поняття – 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. Така оцінка може проводитися при визначенні як поточної, так і майбутньої вартості грошових коштів.

В інвестиційних розрахунках можна використовувати ті й інші виміри грошових потоків за умов забезпечення достатньої точності в їх вимірі.

Якщо оцінка доходів і витрат відбувається при вільному інвестуванні за умов впливу ринкових процесів, то доцільно використовувати реальні виміри грошових потоків. Проте, коли інвестування відбувається за довгостроковими контрактами, оцінку грошових потоків більш коректно здійснювати в номінальних значеннях.

Перетворення номінальних грошових потоків на реальні можливе через використання відповідного індексу інфляції.

Наприклад: Грошовий потік від інвестицій розподілився по роках надходження таким чином:

0 рік – 0;

1-й рік – 1000грн;

2-й рік – 1000грн.

Зважаючи на те, що ставка дисконтування в інвестиційних розрахунках була прийнята на рівні 10% (див. табл. «Дисконтні множники, що використовуються для розрахунків теперішньої вартості за складним процентом» (0,909; 0,826)), теперішня вартість грошового потоку склала:

$$P = 1000 \text{ грн.} \times 0,909 + 1000 \text{ грн.} \times 0,826 = 1735 \text{ грн.}$$

Відомо, що індекс цін в ці роки становив, відповідно: 140; 145,6 та 151,4%.

Для переведення номінальних грошових потоків у реальні необхідно наведені індекси цін привести до базового періоду, тобто до нульового року інвестування.

Для року 0: $140 / 140 = 1$;

Для року 1: $145,6 / 140 = 1,04$;

Для року 2: $151,4 / 140 = 1,081$.

Тоді реальні грошові потоки від інвестицій можна визначити таким чином:

Для року 0: $0 / 1 = 0$;

Для року 1: $1000 / 1,04 = 961,5 \text{ грн.}$;

Для року 2: $1000 / 1,081 = 925,1 \text{ грн.}$

При оцінці в умовах інфляції вартість не повинна залежати від того, чи в номінальних, чи в реальних величинах її визначають. Об'єктивність оцінки досягається через застосування відповідної ставки дисконтування. Якщо потоки розглядаються в номінальних величинах, для їх оцінки має застосовуватись номінальна ставка. У випадку з реальними грошовими потоками оцінка відбувається через реальну ставку дисконтування.

Отже, у фінансово-економічних розрахунках, пов'язаних з інвестуванням, інфляція оцінюється і враховується в таких випадках:

1. При коригуванні нарощувальної вартості грошових коштів.
2. При формуванні процентної ставки з урахуванням інфляції, яка використовується для нарощування та дисконтування.
3. При формуванні рівня доходів від інвестицій, які враховують темпи інфляції.

У процесі оцінки інфляції використовуються два основних показники:

а) темп інфляції (π), який характеризує приріст середнього рівня цін у розглядуваному періоді t , виражається в десяткових дробах;

б) індекс інфляції (I_t), в аналізованому періоді t визначається як $1 + \pi$

Коригування нарощеної суми з урахуванням інфляції здійснюється за формулою:

$$FV_p = \frac{FV_H}{I_t} \quad (2.65),$$

де FV_p – реальна майбутня вартість грошей з урахуванням інфляції;

FV_H – номінальна майбутня вартість грошей;

I_t – індекс інфляції за період t , що аналізується.

Вищенаведена формулу можна записати інакше:

$$FV_p = \frac{FV_H}{(1 + \pi)^t} = PV \frac{(1 + r)^t}{(1 + \pi)^t} \quad (2.66),$$

Тобто, номінальна сума грошей зменшується в $(1 + \pi)^t$ раз, відповідно до зменшення купівельної спроможності грошей. При цьому вважається, що темп інфляції зберігається стабільним по роках. Якщо темп інфляції змінюється щороку, то необхідно для кожного року здійснювати розрахунки окремо.

Загальним правилом при врахуванні інфляції є $r > \pi$, тобто норма доходності 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 ілюструє розширена формула Фішера для врахування інфляції:

$$(1 + r) \times (1 + \pi) = (1 + r\pi) \quad (2.67)$$

Для розрахунку контрактної норми прибутковості можна використовувати формулу:

$$r_p = r + TI + rTI \quad (2.68)$$

r_p – реальна (контрактна) процентна ставка прибутковості;

rTI – інфляційна премія.

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

$$r_p = r + TI \quad (2.69)$$

Оскільки прогнозування темпів інфляції є досить складним процесом, що пов'язаний із значною кількістю невизначених факторів, 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 здійснюється без урахування інфляції. Наприклад, при інвестуванні за рахунок кредитів комерційного банку в якості дисконту приймається процентна ставка валютного кредиту цього банку.

Методичний інструментарій формування реальної процентної ставки з урахуванням фактора інфляції ґрунтується на прогнозованому номінальному її рівні на інвестиційному ринку (результати такого прогнозу відбиті звичайно в цінах ф'ючерсних і опціонних контрактів, що укладаються на фондовій біржі) і результатах прогнозу річних темпів інфляції. В основі розрахунку реальної процентної ставки з урахуванням фактора інфляції лежить Модель Фішера:

$$I_p = \frac{I_n - TI}{1 + TI} \quad (2.70),$$

де I_p – реальна процентна ставка (фактична чи прогнозована у визначеному періоді), виражена десятковим дробом;

I_n – номінальна процентна ставка (фактична чи прогнозована у визначеному періоді), виражена десятковим дробом;

TI – темп інфляції (фактичний чи прогнозований у визначеному періоді), виражений десятковим дробом.

При визначенні реальної майбутньої вартості грошових коштів у процесі її нарощування за реальною ставкою процента наявні три ситуації, за яких:

1) реальна майбутня вартість грошових коштів не змінюється, оскільки приріст їхньої майбутньої вартості буде поглинутий інфляцією при $I_n = TI$;

2) реальна майбутня вартість грошових коштів зростає, незважаючи на інфляцію при $I_n > TI$;

3) реальна майбутня вартість грошових коштів знижується, оскільки процес інвестування стає збитковим при $I_n < TI$.

Отже, для переходу від номінального значення ставки до реального використовується видозмінена формула для того, щоб:

По-перше, це стосується послідовності в обліку фактора інфляції. У тому випадку, якщо грошові потоки в бізнес-плані були очищені від інфляційної складової (тобто інфляція не прогнозувалася), використовується ставка дисконтування в реальному вираженні. В іншому випадку – застосовується номінальне значення ставки.

По-друге, ставки дисконтування повинні відповідати складу грошового потоку, що включає або не включає відсоток за кредит. Утому випадку, якщо відсоток за кредит не виключається з грошового потоку як втрата, то використовуються ставки дисконту, що дозволяють оцінити вартість усього вкладеного капіталу. Тоді при оцінці бізнесу (власного капіталу) треба виключити заборгованість.

Якщо грошові потоки «очищені» від відсотка за кредит, застосовуються ставки дисконту, що відбивають прибутковість власного капіталу і, отже, приведена вартість майбутніх грошових потоків відповідає вартості бізнесу для інвестора (заборгованість у цьому випадку віднімається).

Методичний інструментарій оцінки вартості грошових коштів з урахуванням фактора інфляції дозволяє здійснювати розрахунки як майбутньої, так і теперішньої їх вартості з відповідною «інфляційною складовою». В основі цих розрахунків лежить сформована реальна процентна ставка.

1. При оцінці майбутньої вартості грошових коштів з урахуванням фактора інфляції використовується наступна формула, що являє собою модифікацію розглянутої раніше Моделі Фішера:

$$FV_n = PV \times [(1 + I_p) \times (1 + TI)]^t \quad (2.71),$$

де FV_n – номінальна майбутня вартість внеску (грошових коштів), що враховує фактор інфляції;

PV – первісна сума внеску;

I_p – реальна процентна ставка, виражена десятковим дробом;

TI – прогнозований темп інфляції, виражений десятковим дробом;

t – кількість інтервалів, по яких здійснюється кожен процентний платіж у загальному обумовленому періоді часу.

2. При оцінці дійсної вартості коштів з урахуванням фактора інфляції використовується формула:

$$PVp = \frac{FV_H}{[(1 + I_p) \times (1 + TI)]^t} \quad (2.72),$$

де PVp – реальна теперішня сума внеску (коштів), що враховує фактор інфляції;

FV_H – очікувана номінальна майбутня вартість внеску (грошових коштів);

I_p – реальна процентна ставка, використовувана в процесі дисконтування вартості, виражена десятковим дробом;

TI – прогнозований темп інфляції, виражений десятковим дробом;

t – кількість інтервалів, по яких здійснюється кожен процентний платіж, в загально обумовленому періоді часу.

В інвестиційних розрахунках важливо враховувати як вплинуть на цінність проекту інфляційні процеси.

Якщо розглядати в умовах інфляції номінальну ставку відсотка як складну, то її можна умовно поділити на дві складові – реальну ставку і поправку на інфляцію, яку в спеціальній літературі прийнято називати «інфляційною премією». Саме ця складова має забезпечити відшкодування інвестору втрат, що спричинені інфляцією, і отримання цільового розміру інвестиційного прибутку в реальному вимірі. Розмір даної премії, необхідний для компенсування втрат реальної суми доходу інвестора від інфляції, і розраховується за формулою:

$$Pi = Dp \times TI, \quad (2.73)$$

де Pi – сума інфляційної премії;

Dp – реальний середньо ринковий рівень доходу по інвестиціям;

TI – річний темп інфляції.

Відповідно загальна сума доходу по інвестиційному проекту (в номінальному розрахунку) складатиме:

$$D_H = Dp + Pi, \quad (2.74)$$

де D_H – загальна номінальна сума необхідного доходу по інвестиційній операції з урахуванням фактора інфляції періоді, який розглядається;

D_p – реальна сума необхідного доходу по інвестиційній операції в розглянутому періоді, обчислена по простих чи складних відсотках з використанням реальної процентної ставки;

P_i – сума інфляційної премії в розглянутому періоді.

При визначенні необхідного рівня прибутковості інвестиційних операцій з урахуванням фактора інфляції використовується спеціальна формула:

$$P_{DH} = \frac{D_H}{D_p} - 1, \quad (2.75)$$

де P_{DH} – необхідний рівень прибутковості інвестиційних операцій з урахуванням фактора інфляції, виражений десятковим дробом;

D_H – загальна номінальна сума необхідного доходу по інвестиційній операції в розглянутому періоді;

D_p – реальна сума необхідного доходу по інвестиційній операції в розглянутому періоді.

Слід зазначити, що прогнозування темпів інфляції являє собою досить складний і трудомісткий ймовірнісний процес, який значною мірою зазнає впливу суб'єктивних факторів. Тому, в практиці інвестиційного менеджменту може бути використаний більш простий спосіб обліку фактора інфляції. З цією метою вартість грошових коштів при їх наступному нарощенні та розмір необхідного доходу при наступному його дисконтуванні перераховується заздалегідь з національної валюти в одну з «сильних» (тобто найменше підвладний інфляції) вільно конвертованих валют. Процес нарощення і дисконтування вартості здійснюється потім по реальній процентній ставці (мінімальній реальній нормі прибутку на капітал), тобто за чистою ставкою процента у відповідній країні (наприклад, при перерахунку в долари США ця ставка приймається в розмірі 8-12% за рік). Такий спосіб оцінки дійсної чи майбутньої вартості необхідного доходу дозволяє взагалі виключити з її розрахунків фактор інфляції всередині країни.

Інвестиційна діяльність в усіх її формах та видах пов'язана з ризиком, ступінь якого посилюється з переходом до ринкових відносин в економіці. Зростання ступеня ризику в сучасних умовах пов'язане з наростаючою невизначеністю та швидкою мінливістю економічної ситуації в цілому і на інвестиційному ринку зокрема; з поширюванням пропозицій для інвестування об'єктів, які приватизуються, з появою

нових емітентів та фінансових інструментів для інвестування і з рядом інших факторів.

Таким чином, здійснюючи інвестиційну діяльність, будь-який суб'єкт стикається з економічним ризиком, що являє собою суб'єктивно-об'єктивну категорію, яка пов'язана з прийняттям рішення в ситуації невизначеності і конфліктності. Вона відображає міру досягнення очікуваного результату і відхилення від мети з урахуванням дії контрольованих і неконтрольованих факторів.

Основними елементами ризику є:

Об'єкт ризику будемо називати економічну систему, умови функціонування якої наперед є зовсім невідомі.

Суб'єкт ризику є індивід чи колектив, які зацікавлені в управлінні об'єктом ризику. Крім цього, вони мають право приймати рішення стосовно об'єкта ризику.

Джерело ризику – фактори, які зумовлюють невизначеність результатів або їх конфліктність.

Об'єктивність ризику полягає в тому, що він існує внаслідок об'єктивних, властивих економіці категорій невизначеності, конфліктності, розмитості даних, відсутності повної інформації на момент прийняття відповідного рішення.

Суб'єктивність ризику зумовлена дією реальних людей із властивими їм досвідом, інтересами, психологією, морально-етичними нормами поведінки. Ризик виникає тоді, коли керована економічна система (об'єкт) функціонує в умовах певної невизначеності (присутні джерела ризику), а суб'єкти приймають рішення з кількох альтернативних варіантів і зацікавлені в його кінцевому результаті.

Економічний ризик зумовлений багатьма причинами, які можна поділити на такі групи:

- Процеси, пов'язані з економікою, є не детермінованими. Це – науково-технічний прогрес, хід якого спрогнозувати точно практично неможливо. Дуже важко передбачити різні природні явища, зміну атмосферного клімату, розвиток уподобань споживачів продукції та послуг.
- Неповнота економічної інформації. До цієї групи можна віднести і неповноту інформації, зумовлену обмеженими можливостями щодо її опрацювання, а також неточності, які виникають із наближених методів оцінки даних.

- Існує асиметрія інформації, яка виникає внаслідок того, що деякі особи замовчують частину економічної інформації в силу своїх морально-етичних переконань.

Причини, що викликають ризик, доцільно поділяти на внутрішні та зовнішні.

До внутрішніх відносяться вади системи управління та вади в організації діяльності (технологічний ризик, ризик впроваджень). Внутрішні ризики пов'язані передусім з можливими помилками в плануванні та організації проекту: у виборі стратегії розвитку проекту, в організації управління проектом, у використанні ресурсів, у якості продукту проекту. Потенційними джерелами внутрішнього ризику можна вважати такі фактори: недостатній досвід менеджерів; фахова необізнаність персоналу; недоброчесність менеджерів; низький рівень маркетингу; недостатня гнучкість проекту; відтік комерційно важливої інформації; технологічна недисциплінованість; невмотивованість персоналу; недоліки фінансового планування; поганий догляд за обладнанням.

До зовнішніх причин належать поведінка контрагентів, певні зрушення в економічних параметрах, помилки у визначенні попиту, кон'юнктура ринку, погодні умови. Отже, під зовнішніми факторами слід розуміти умови, які інвестор і його менеджери, як правило, не в змозі змінити, але повинні їх прогнозувати та враховувати, бо вони істотно впливають на стан проекту. До зовнішніх факторів належать: загальний стан економіки країни, ситуація на фінансовому ринку, поведінка партнерів проекту, передусім підприємств-постачальників і споживачів, ситуація на фінансовому ринку, взаємодія з органами влади, місцевим населенням.

Інвестиції завжди орієнтовані на майбутнє і тому пов'язані зі значною невизначеністю економічної ситуації та поведінки людей, проектів з об'єктивних чи суб'єктивних причин. А тому *під інвестиційним ризиком* як складового економічного ризику доцільно розуміти можливість недосягнення запланованої мети інвестування і отримання грошових збитків. Його треба заздалегідь оцінювати, розраховувати, описувати, планувати під час розробки інвестиційного проекту. *Під інвестиційним ризиком також* розуміється можливість виникнення непередбачених фінансових втрат (зниження прибутків, втрат капіталу тощо) у ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності.

Оскільки ризик – це термін для означення непевності і нестабільності, то інвестиції називаються безпечними, якщо доходи від них стабільні і надійні. Але інвестиційні проекти завжди пов'язані із ризиком. У зв'язку з цим оцінка доцільності та ефективності інвестицій – це майже завжди оцінка проектів з ризиком. Майбутні грошові надходження проекту можуть несподівано впасти або вирости. Ставки, під які інвестуються майбутні грошові потоки, можуть змінитися. Існує багато чинників, які можуть зменшити сподівані грошові потоки: втрата позиції на ринку, нові вимоги щодо захисту навколишнього середовища, зростаюча вартість фінансування. З огляду на ризик, головним завданням є вибрати кращі проекти, хоча всі вони пов'язані з непевністю.

Інвестиційна діяльність у всіх її формах і видах пов'язана з опануванням невизначеності. Разом з тим, в економіці діють багато законів і закономірностей, які необхідно сприймати як аксіоми. Поряд з ними, внаслідок дії великої кількості неврахованих факторів, ми завжди будемо стикатися з непередбачуваністю економічних явищ, які за своєю сутністю призводять до певного ризику. Слід особливо підкреслити, що ситуації, при яких відсутній ризик, виникають в економіці надзвичайно рідко. Велика кількість випадкових факторів, які зумовлюють економічний ризик, хоча певною мірою прогнозовані й контрольовані, однак від них позбутися ми не можемо. Отже, навіть, з першого погляду, дуже ефективні вирішення цих проблем зумовлюють значні втрати, коли не враховують ризик.

Головною проблемою в оцінці ризику є аналіз та прогноз можливих збитків.

Збитки оцінюються за величиною (обсягом) та ймовірністю їх появи. Це стосується збитків матеріальних, фінансових ресурсів, інформаційних ресурсів, трудових, часових та спеціальних видів збитків.

Джерелами можливих збитків є політичні фактори, економічна та соціальна нестабільність, темпи зростають науково-технічного прогресу, старіння товарів та послуг, недосконалість методів управління, некомпетентність кадрів, непорядність клієнтів, недосконала кредитно-грошова та правова політика.

Види інвестиційних ризиків досить різноманітні. Їх можна класифікувати за такими основними ознаками:

1. За сферами виявлення:

- *економічний* – це ризик, пов'язаний зі зміною економічних факторів, оскільки інвестиційна діяльність здійснюється в економічній сфері, то вона найбільшою мірою підлягає економічному ризику;
- *політичний* – це різні види адміністративних обмежень інвестиційної діяльності, пов'язаних зі зміною здійснюваного державою політичного курсу – трансформація форм і відносин власності, відчуження майна і грошових коштів по політичних мотивах, збільшення податкових ставок, запровадження примусових відрахувань;
- *соціальний* – це ризик страйків, здійснення під впливом працівників інвестованих підприємств незапланованих соціальних програм та інші аналогічні види ризиків;
- *екологічний* – це ризик різних екологічних катастроф та стихійного лиха (пожеж, повені тощо), негативно впливаючих на діяльності об'єктів, що інвестуються;
- *інші види* – рекет, розкрадання майна, обман з боку інвестиційних і господарських партнерів тощо.

2. За формами інвестування:

- *реального інвестування* – це ризик, пов'язаний з невдалим вибором місця розміщення споруджуваного об'єкта, переборами в постачанні будівельних матеріалів та обладнання, суттєвим зростанням цін на інвестиційні товари, вибором некваліфікованого або недобропорядного підрядчика та іншими факторами, які затримують запровадження в експлуатацію об'єкта інвестування або знижують дохід (прибуток) у процесі його експлуатації.
- *фінансового інвестування* – це ризик, пов'язаний з непродуманим підбором фінансових інструментів для інвестування; фінансовими труднощами або банкрутством окремих емітентів; непередбаченими змінами умов інвестування, прямим обманом інвесторів тощо.

3. За джерелами виникнення:

- *систематичний (або ринковий)* – цей вид ризику виникає для всіх учасників інвестиційної діяльності та форм інвестування; визначається зміною стадій економічного циклу розвитку

країни або кон'юктурою циклів розвитку інвестиційного ринку; значними змінами податкового законодавства у сфері інвестування та іншими аналогічними факторами, на які інвестор при виборі об'єктів інвестування вплинути не може;

- *несистематичний* – цей вид ризику притаманний конкретному об'єкту інвестування або діяльності конкретного інвестора. Він може бути пов'язаний з некваліфікованим керівництвом підприємства – об'єкта інвестування, посиленням конкуренції в окремому сегменті інвестиційного ринку; нераціональною структурою інвестованих коштів та іншими аналогічними факторами, негативні наслідки яких значною мірою можна відвернути ефективним управлінням інвестиційним процесом.

Розподіл інвестиційного ризику на систематичний і несистематичний є важливою початковою передумовою формування ефективного інвестиційного портфеля. Оскільки інвестиційний ризик характеризує можливість виникнення непередбачених фінансових збитків, його рівень при оцінці визначається як відхилення очікуваних доходів інвестування від середньої або розрахункової величини. Тому оцінка інвестиційних ризиків завжди пов'язана з оцінкою очікуваних доходів та можливістю їх втрати.

У процесі оцінки можливих фінансових збитків від здійснення інвестиційної діяльності використовуються абсолютні і відносні їхні показники. Абсолютний розмір фінансових збитків, пов'язаних з інвестиційним ризиком, являє собою суму збитків, заподіяних інвестору у зв'язку з настанням несприятливої обставини, характерної для даного ризику. Відносна величина фінансових збитків, пов'язаних з інвестиційним ризиком, представляє собою відношення суми збитків до вибраного базового показника (наприклад, до суми очікуваного доходу від інвестицій; до суми інвестиційного капіталу тощо).

Інвестиційні ризики вимірюються різними методами – розрахунковим (середньоквадратичного відхилення « σ », коефіцієнта варіації «CV», β -коефіцієнта) і експертним. Ризики оцінюються по кожному інвестиційному проекту (фінансовому інструменту).

Середньоквадратичне відхилення (σ) являє собою найбільш поширений показник оцінки рівня інвестиційних ризиків. Розрахунок цього показника дозволяє врахувати коливання очікуваних доходів від різних інвестицій.

Наприклад, порівнюючи дані за двома умовними інноваційними проектами «А» і «Б», де розрахункові значення прибутку від проекту «А» коливаються від 200 до 600 тис. грн. при сумі очікуваних прибутків в цілому 450 тис. грн., а по проекту «Б» сума очікуваних прибутків в цілому також складає 450 тис. грн., але їх коливання здійснюється в діапазоні 100 – 800 тис. грн., то навіть таке просте зіставлення дозволяє зробити висновок про те, що ризик реалізації інноваційного проекту «А» значно менший, ніж проекту «Б», де коливання розрахункового прибутку вище.

Числове значення цього коливання характеризує показник середньоквадратичного відхилення σ , який розраховується за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n (\varepsilon - \varepsilon_R)^2 \times P_t}, \quad (2.76)$$

де t – число періодів;

n – число спостережень;

ε – розрахунковий прибуток по проекту при різних значеннях кон'юнктури;

ε_R – передній очікуваний прибуток по проекту;

P_t – значення імовірності, відповідної розрахунковому прибутку.

Коефіцієнт варіації CV дозволяє визначити рівень ризику, якщо показники середніх очікуваних доходів відрізняються між собою (в нашому прикладі вони були однаковими — 450 тис. грн.). Розрахунок коефіцієнта варіації *CV* здійснюється за формулою:

$$CV = \frac{\sigma}{\varepsilon_R} \quad (2.77)$$

Таким чином, при порівнянні рівнів ризику по окремих інноваційних проектах перевагу слід віддавати тому з них, за яким значення коефіцієнтів варіації є найнижчим (що свідчить про найкраще співвідношення ризику і доходу).

β -коефіцієнт дозволяє оцінити ризик індивідуального інвестиційного проекту відносно до рівня ризику інвестиційного ринку в цілому. Цей показник використовується здебільшого для аналізу ризикованості вкладів в окремі цінні папери (порівняно із систематичним ризиком всього фондового ринку). Розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\beta = \frac{\rho\sigma_{\psi}}{\sigma_{\phi}}, \quad (2.78)$$

де ρ – кореляція між доходом від індивідуального виду цінних паперів і середнім рівнем доходності фондових інструментів в цілому;

σ_{ψ} – середньоквадратичне відхилення доходності за індивідуальним видом цінних паперів;

σ_{ϕ} – середньоквадратичне відхилення доходності по фондовому ринку в цілому.

Рівень ризику окремих цінних паперів визначається на основі наступних значень β -коефіцієнта:

Значення β -коефіцієнта	Рівень ризику цінного паперу
$\beta = 1$	Середній
$\beta > 1$	Високий
$\beta < 1$	Низький

Таким чином, разом з ростом значення β -коефіцієнта зростає і рівень систематичного ризику інвестицій.

Експертний метод оцінки ризиків здійснюється в тому випадку, якщо в інвестора відсутні необхідні інформативні або статистичні дані для розрахунку вищенаведених показників або якщо намічений інвестиційний проект не має аналогів. Цей метод базується на опитуванні кваліфікованих спеціалістів (інвестиційних, страхових, фінансових менеджерів) і відповідній математичній обробці результатів цього опитування. З метою одержання повнішої характеристики рівня інвестиційного ризику по проекту, при опитуванні слід орієнтуватися на окремі види ринків, характерні для даного інвестиційного проекту.

Результати оцінки ризиків по окремих інноваційних проектах дозволяють кількісно оцінити їхні рівні.

В цих умовах використовують такі критерії оцінки:

1. *Безризикові інвестиції*. В зарубіжній практиці до таких інвестицій відносять, як правило, короткострокові державні облігації. В умовах даного інвестиційного ринку аналогічні фондові інструменти (яких поки що немає) можуть рахуватися безризиковими з більшою часткою умовності. При емісії таких фондових інструментів їх скоріше можна буде назвати об'єктами інвестування з найменшим рівнем ризику (тобто прийняти за мінімальну точку відліку ризику інвестицій).

2. *Інвестиції з рівнем допустимого ризику*. Критерієм рівня допустимого ризику виступає можливість утрати всієї суми

розрахункового чистого прибутку за розглядуваним інноваційним проектом.

3. *Інвестиції з рівнем критичного ризику.* В цьому випадку критерієм рівня ризику виступає можливість утрати не тільки прибутку, але і всієї суми розрахункового валового доходу за розглядуваним інноваційним проектом.

4. *Інвестиції з рівнем катастрофічного ризику.* Критерієм цього рівня виступає можливість утрати всіх активів інвестора в результаті банкрутства.

Граничними значеннями імовірності ризику фінансових утрат при інвестуванні за оцінкою спеціалістів є:

- для інвестицій з рівнем припустимого ризику – 0,1;
- для інвестицій з рівнем критичного ризику – 0,01;
- для інвестицій з рівнем катастрофічного ризику – 0,001.

Це означає, що розглядуваний інвестиційний проект повинен бути відхиленим, якщо в одному випадку з десяти по ньому може бути втрачений прибуток; в одному випадку зі ста – втрачений весь валовий дохід; в одному випадку з тисячі – втрачені всі активи в результаті банкрутства.

З оцінкою ризику зв'язаний ще один аспект інвестиційного та інноваційного менеджменту. Оскільки інвестор не може постійно підбирати безризикові інноваційні проекти (а в умовах української дійсності такі проекти практично відсутні), виникає питання: як повинен бути компенсований той чи інший рівень ризику?

Відповідь на це питання дає розрахунок так званої «премії за ризик», яка являє собою додатковий дохід, який потрібний інвестору понад той рівень, який можуть принести безризикові інвестиції. Цей додатковий дохід повинен зростати пропорційно рівню ризику за інвестиційно-інноваційним проектом. При цьому слід мати на увазі, що премія за ризик повинна зростати пропорційно росту не загального рівня ризику за проектом, а тільки ризику ринкового або систематичного, який визначається за допомогою β -коефіцієнта (оскільки ризик несистематичний пов'язаний в основному з дією суб'єктивних факторів). Основу такої залежності складає так звана «лінія надійності ринку».

Загальний дохід по інвестиційно-інноваційному проекту з урахуванням рівня його систематичного ризику може бути розрахований за формулою:

$$RP_n = (R_n - A_n) \times \beta, \quad (2.79)$$

де RP_n – рівень премії за ризик по конкретному інвестиційному інструменту;

R_n – середня норма дохідності на інвестиційному ринку;

A_n – норма дохідності по безризикових операціях на інвестиційному ринку;

β – коефіцієнт, який характеризує рівень систематичного ризику по кожному інвестиційному інструменту.

Рівень премії за ризик зростає пропорційно зростанню β -коефіцієнта, тобто рівня систематичного ризику.

При визначенні необхідної суми премії за ризик використовується формула:

$$RP_S = S_I \times RP_n, \quad (2.80)$$

де RP_S – сума премії по конкретному інвестиційному інструменту з урахуванням фактора ризику;

S_I – вартість (ціна котирування) конкретного інвестиційного інструменту;

RP_n – рівень премії за ризик по конкретному інвестиційному інструменту.

Методичний інструментарій оцінки вартості грошових коштів з урахуванням фактора ризику дає можливість здійснювати розрахунки як майбутньої, так і теперішньої їх вартості із забезпеченням необхідного рівня премії за ризик.

1. При оцінці майбутньої вартості грошових коштів з урахуванням фактора ризику використовується формула:

$$FV_R = PV \times [(1 + A_n) \times (1 + RP_n)]^l, \quad (2.81)$$

де FV_R – майбутня вартість вкладу (грошових коштів), яка враховує фактор ризику;

PV – початкова сума вкладу;

A_n – норма дохідності по безризикових операціях на інвестиційному ринку, яка виражена десятковим дробом;

RP_n – рівень премії за ризик по конкретному інвестиційному інструменту (інвестиційній операції), що виражений десятковим дробом;

l – кількість інтервалів, по яких здійснюється кожний конкретний платіж у загальному визначеному періоді часу.

2. При оцінці теперішньої вартості грошових коштів з урахування фактора ризику використовується формула:

$$PV_R = \frac{FV_R}{[(1 + A_n) \times (1 + RP_n)]^t}, \quad (2.82)$$

де PV_R – теперішня вартість вкладень (грошових коштів), яка враховує фактори ризику;

FV_R – очікувана майбутня вартість вкладення (грошових коштів);

A_n – норма дохідності по без ризикових операціях на інвестиційному ринку, що виражена десятковим дробом;

RP_n – рівень премії за ризик по конкретному інвестиційному інструменту (інвестиційній операції), що виражена десятковим дробом;

t – кількість інтервалів, по яких здійснюється кожний конкретний платіж в загальному періоді часу.

В інвестиційному менеджменті значну роль відіграє оцінка ліквідності різних форм та видів інвестицій в процесі заміни стратегії і тактики інвестиційної діяльності, реінвестування коштів в більш вигідні активи, «виходу» з неефективних інвестиційних програм та проектів.

Ліквідність інвестицій являє собою їхню потенційну спроможність в короткий строк і без суттєвих фінансових втрат трансформуватися в грошові кошти. Як видно з даного визначення, при оцінці ступеня ліквідності тих чи інших форм інвестицій використовується два основних критерії: час трансформації інвестицій в грошові кошти й розмір фінансових втрат інвестора, пов'язаних із цією трансформацією.

Оцінка ліквідності інвестицій в часі вимірюється, як правило, в кількості днів, необхідних для реалізації на ринку того чи іншого об'єкта інвестування. За цим показником спектр ліквідності різних об'єктів інвестування достатньо обширний.

На одному кінці цього спектра знаходяться інвестиції в депозитні вклади до запитання, які можуть бути перетворені в готівкові кошти, готові до реінвестування протягом одного дня.

На другому кінці цього спектра знаходяться інвестиції в нерухомість, на реалізацію якої йдуть, як правило, декілька місяців.

Класифікація об'єктів інвестування за критерієм витрат часу на реалізацію ліквідності:

- *терміноволіквідні об'єкти інвестування* (до них відносяться такі об'єкти, які можуть бути трансформовані в грошову форму протягом семи днів);

- *високоліквідні об'єкти інвестування* (період трансформації таких об'єктів у грошові кошти (можливий термін реалізації) складає 8-30 днів);

- *середньоліквідні об'єкти інвестування* (такі об'єкти можуть бути реалізовані в термін від одного до трьох місяців);

- *слаболіквідні об'єкти інвестування* (строк можливої реалізації таких об'єктів інвестування складає більше ніж три місяці).

В окремих випадках інвестору необхідно оцінити ліквідність в часі окремих активів компанії (фірми), в які вкладені кошти. Оцінка ліквідності активів діючої компанії (фірми) дещо відрізняється від оцінки ліквідності інвестицій. Така оцінка провадиться за даними останнього звітного бухгалтерського балансу на основі такого групування активів компанії або фірми

Таблиця 2.3

**Групування окремих видів активів компанії (фірми)
за рівнем ліквідності**

Номер групи	Активи	Види активів
I	Швидко реалізовані	Грошові кошти в часі і на розрахунковому рахунку; короткострокові фінансові вклади.
II	Середньо реалізовані	Дебіторська заборгованість за поточними господарськими операціями.
III	Повільно реалізовані	Запаси товарно-матеріальних цінностей, незавершене виробництво; витрати майбутніх періодів.
IV	Високо реалізовані	Основні засоби; нематеріальні активи, незавершені капітальні вкладення, довгострокові фінансові вклади.

Чим вище значення цього коефіцієнта, тим більш ліквідним вважається інвестиційний портфель.

Ліквідність інвестицій за рівнем фінансових втрат оцінюється на основі аналізу окремих видів фінансових втрат і витрат. До фінансових втрат, спричинених трансформацією об'єкта інвестування в грошові кошти, можна віднести часткову втрату початкових вкладень капіталу в зв'язку з реалізацією об'єкта незавершеного будівництва; продажем окремих цінних паперів в період їх низького котирування. До фінансових витрат, зв'язаних з ліквідністю інвестицій, можуть бути віднесені суми сплачуваних при реалізації об'єктів інвестування податків та мита; колишньої винагороди посередникам.

Ліквідність інвестицій за рівнем фінансових втрат оцінюється через співвідношення суми цих втрат (витрат) і суми інвестицій. Фінансові

втрати в процесі трансформації об'єктів інвестування в грошові кошти можна вважати:

- низькими, якщо їх рівень до об'єму інвестицій в об'єкт не перевищує 5%;
- середніми, якщо цей показник коливається в межах 6 – 10%;
- високими, якщо він складає 11 – 20%;
- дуже високими, якщо цей рівень перевищує 20%.

Необхідно зазначити, що показники ліквідності інвестицій в часі та за рівнем фінансових втрат знаходяться між собою в зворотному зв'язку. Економічний зміст цього зв'язку полягає в тому, що коли інвестор погоджується на більший рівень фінансових втрат при реалізації об'єкта інвестицій, він швидше може його реалізувати і навпаки. Наявність такого зв'язку дозволяє інвестору не тільки оцінювати рівень ліквідності об'єктів інвестицій, але й управляти процесом їх трансформації в грошові кошти, варіюючи показник рівня фінансових втрат.

Економічна поведінка інвестора націлена на добір високоліквідних об'єктів інвестування за інших рівних умов, оскільки це забезпечує йому більші можливості для маневру в процесі управління інвестиційним портфелем. Для того щоб інвестор був зацікавлений у виборі середньоліквідних та слаболіквідних об'єктів інвестування, він повинен одержати певні стимули у вигляді додаткового інвестиційного доходу.

Чим нижче ліквідність об'єкта інвестицій, тим вищим має бути розмір інвестиційного доходу або премії за ліквідність.

Залежність між рівнем ліквідності та розміром інвестиційного доходу (або премії за ліквідність) може бути проілюстрована на прикладі депозитних вкладів. Найменша депозитна ставка процента встановлена по вкладах до запитання, які можуть бути вилучені інвестором у будь-який момент. При термінових вкладах на термін 3-6 місяців депозитна ставка процента збільшується, а при термінових вкладах на термін більше одного року вона досягає максимальних розмірів для цього виду інвестицій.

Отже, необхідний рівень премії за ліквідність визначається за формулою:

$$ПЛ = \frac{ОП_{л} \times Д_{н}}{360}, \quad (2.83)$$

де $ПЛ$ – необхідний рівень премії за ліквідність, у відсотках;

$ОП_L$ – загальний період ліквідності конкретного об'єкта (інструмента) інвестування, у днях;

$Д_H$ – середня річна норма дохідності по інвестиційних об'єктах (інструментах) з абсолютною ліквідністю, в кредитах;

Майбутня вартість інструмента інвестування, яка враховує фактор ліквідності визначається за формулою:

$$FV_L = PV_L \times [(1 + D_H) \times (1 + П_L)]^t \quad (2.84)$$

При оцінці теперішньої вартості коштів з урахуванням фактора ліквідності використовується формула:

$$PV_L = \frac{FV_L}{[(1 + D_H) \times (1 + П_L)]^t} \quad (2.85)$$

Розглянутий методичний інструментарій розрахунків є таким, що найбільш широко використовується у сучасній практиці інвестиційного менеджменту.

Ефективність виробничих інвестицій характеризує економічні, соціальні або інші результати і господарську доцільність їхнього здійснення. Основою оцінки доцільності капітальних витрат служить порівнювання вигідності того чи іншого проекту за умови обмеженості капіталу як ресурсу та забезпечення найбільших прибутків через реалізацію найліпшого з кількох варіантів (проектів) інвестицій.

Офіційна методика оцінювання ефективності (доцільності) капітальних вкладень передусім визначає загальні положення, а саме:

- По-перше, розрахунки економічної ефективності капітальних вкладень застосовуються за: розробки різних проектних і планових (прогнозних) документів; оптимізації розподілу реальних інвестицій за різними формами відтворення основних фондів; оцінювання ефективності витрачання власних фінансових коштів підприємства.

- По-друге, у розрахунках визначають загальну економічну ефективність як відношення ефекту (результату) до суми капітальних витрат, що зумовили цей ефект. Витрати та результати обчислюють з урахуванням чинника часу. На підприємствах економічним ефектом капітальних вкладень служить приріст прибутку (госпрозрахункового доходу).

- По-третє, з метою всебічного обґрунтування та аналізу економічної ефективності капітальних вкладень, виявлення резервів її

підвищення використовують систему показників – узагальнених і поодиноких. До узагальнених показників належать період окупності капітальних витрат (кількість років або місяців, за які відшкодовуються початкові інвестиції) та питомі капітальні вкладення (у розрахунку на одиницю приросту виробничої потужності або продукції) – капіталомісткість. Окрім узагальнених, до системи входять такі поодинокі показники, що підлягають спільному комплексному аналізу: продуктивність праці; фондовіддача; матеріаломісткість (енергоємність), собівартість, якість і технічний рівень продукції; тривалість інвестиційного циклу; величина соціального ефекту (як порівняти із соціальними нормативами); показники, що характеризують поліпшення стану навколишнього середовища.

- По-четверте, за визначення ефективності капітальних вкладень має бути виключений вплив на сумарний ефект так званих неінвестиційних чинників, тобто заходів, здійснення яких не потребує капітальних вкладень. Це означає, що з одержаного підприємством загального ефекту (прибутку) треба вилучати ефект від повнішого використання введених раніше виробничих потужностей, збільшення коефіцієнта змінності роботи устаткування, запровадження прогресивних форм організації виробництва, праці та управління, підвищення професійної підготовки й майстерності персоналу тощо.

У практиці господарювання підприємств приймаються різноманітні рішення, зв'язані з інвестуванням виробництва й соціальної інфраструктури. З огляду на це заведено розрізняти загальну (абсолютну) та порівняльну (оцінку доцільності) ефективність капітальних вкладень.

Абсолютна ефективність капітальних витрат показує загальну величину їхньої віддачі (їхню результативність) на тому чи іншому підприємстві, її розрахунки потрібні для оцінки очікуваного або фактичного ефекту від реальних інвестицій за певний період часу.

Порівняльна ефективність капітальних вкладень визначається лише тоді, коли є кілька інвестиційних проектів (варіантів вирішення господарського завдання). Вона характеризує переваги (економічні, соціальні та інші) якогось одного проекту капітальних витрат проти іншого або інших. Розрахунки порівняльної ефективності здійснюються з метою визначення кращого з можливих проектів (варіантів) інвестування виробництва.

Абсолютна й порівняльна ефективність реальних інвестицій взаємозв'язані. Визначення найбільш доцільного проекту (варіанта капітальних вкладень) базується на зіставленні показників абсолютної їхньої ефективності, а аналіз останньої здійснюється порівнянням нормативних, запланованих чи фактично досягнутих показників, їхньої динаміки за певний період.

Застосовують два взаємозв'язані показники, за якими визначають *абсолютну ефективність інвестицій*: перший (прямий) – коефіцієнт економічної ефективності (прибутковості) капітальних витрат (E_p);

другий (обернений до нього), – період (строк) окупності капітальних вкладень:

$$T = \frac{1}{E_p} \quad (2.86)$$

Коефіцієнт економічної ефективності (прибутковості) обчислюють за співвідношеннями:

а) для окремих проектів або форм відтворення основних фондів діючих підприємств:

$$E'_p = \frac{\text{Приріст} \cdot \text{прибутку} \cdot (\text{зниження} \cdot \text{собівартості})}{\text{Капітальні} \cdot \text{вкладення}} \quad (2.87)$$

б) для підприємств (окремих цехів і виробничих об'єктів), що будуються:

$$E''_p = \frac{\text{Загальна} \cdot \text{сума} \cdot \text{прибутку}}{\text{Кошторисна} \cdot \text{вартість} \cdot \text{проекту}} \quad (2.88)$$

Приріст прибутку визначається як різниця величини прибутку за останній рік попереднього та розрахункового періодів (на сільськогосподарських підприємствах – як середньорічний приріст прибутку), а капітальні вкладення враховуються сумарно за порівняльними цінами без будь-яких вирахувань.

Розрахункові значення коефіцієнтів E_p треба порівняти з нормативним коефіцієнтом E_n , що встановлюється централізовано Міністерством економіки України на певний період (його тривалість звичайно дорівнює так званому горизонту прогнозування чи індикативного планування). Проект (варіант) капітальних вкладень визнають доцільним (ефективним) за умови, коли:

$$E_p > E_n.$$

Визначення порівняльної ефективності реальних інвестицій, основу якої становить вибір економічно найдоцільнішого проекту капітальних вкладень, здійснюється через обчислення показника так званих *зведених витрат* (Z) за формулою:

$$Z = C_i + E_H K_i \rightarrow \min \quad (2.89),$$

де C_i – поточні витрати (собівартість) за i -м проектом (варіантом);

K_i – капітальні вкладення за i -м проектом (варіантом).

Проект (варіант) капітальних вкладень із найменшими зведеними витратами і буде найліпшим з економічного погляду. Однак треба враховувати, що порівнянню підлягають лише проекти, які відповідають вимогам соціальних і техніко-економічних нормативів, охорони навколишнього середовища та техніки безпеки.

Цей метод визначення порівняльної ефективності капітальних вкладень базується на припущенні, що вони (вкладення) здійснюються одноразово в повному обсязі. Насправді порівнювані проекти часто відрізняються один від одного саме розподілом інвестицій за термінами їхнього здійснення або тривалістю створення виробничих об'єктів. Тому економічну ефективність капітальних вкладень визначають з урахуванням чинника часу, тобто проводять розрахунок впливу неодночасності капітальних витрат на їхню ефективність. З цією метою інвестиції більш пізніх років приводять до одного розрахункового року (як правило, це перший рік інвестування) множенням їх на спеціальний коефіцієнт (α), який обчислюється за формулою:

$$\alpha = \frac{1}{(1 + h_n)^{t-1}} \quad (2.90),$$

де h_n – норматив приведення різночасних витрат, що дорівнює 0,08;

t – період приведення (t -й рік).

Коефіцієнти (α) мають такі значення для відповідних років: першого – 1,0; другого – 0,926; третього – 0,857; четвертого – 0,793; п'ятого – 0,734; шостого – 0,680; сьомого – 0,630; восьмого – 0,583; дев'ятого – 0,540; десятого – 0,5.

Особливості визначення ефективності капітальних вкладень на окремих стадіях і напрямках інвестиційно-відтворювального циклу:

- При здійсненні *проектно-кошторисних робіт* ефективність капітальних вкладень має визначатись з урахуванням кінцевого їхнього результату – якості проектних рішень. Для досягнення належного рівня

ефективності реальних інвестицій проводяться вибір та економічне обґрунтування найліпших варіантів проектних рішень. За реалізованими проектами розраховують питомі капітальні витрати на проектування, порівнюють останні з нормативами або аналогами з урахуванням періоду їхньої окупності.

- При розрахунках ефективності інвестування *технічного переозброєння або реконструкції* підприємства використовують додаткові показники – умовне вивільнення працівників та економія матеріальних і паливно-енергетичних ресурсів. Якщо метою технічного переозброєння (реконструкції) є поліпшення якості продукції, то і економічним результатом інвестицій може бути збільшення прибутку виробника та споживчого попиту). За проведення цієї форми відтворення основних фондів з метою організації виробництва продукції оновленої номенклатури економічні показники інвестування технічного переозброєння (реконструкції) мають бути зіставлені з аналогічними показниками ефективності спорудження нового підприємства.

- Розрахунки ефективності інвестування *нового будівництва або розбудови діючих підприємств* треба проводити з обов'язковим порівнянням економічної результативності технічного переозброєння (реконструкції) відповідних виробничих об'єктів. У процесі порівнювання показників ефективності необхідно враховувати весь обсяг капітальних вкладень, включаючи витрати на створення об'єктів соціальної інфраструктури, а також втрати від «заморожування» інвестицій.

- Економічну ефективність капітальних *вкладень у природоохоронні об'єкти* визначають порівнянням досягнутого ефекту від збереження чи поліпшення екологічного стану довкілля або зменшення його забруднення і капітальних витрат на створення (розвиток) таких об'єктів. За проектування таких об'єктів вибір найліпшого технічного рішення з кількох можливих здійснюється з урахуванням чинника часу. Для визначення повного ефекту від здійснення природоохоронних заходів необхідно враховувати можливе поліпшення стану довкілля на всій території, де мають місце негативні наслідки порушення екологічної рівноваги.

Початкові інвестиції (початкова вартість проекту) – це реальна вартість проекту капітальних вкладень з урахуванням результатів від продажу діючого устаткування та податків. Математично вони

обчислюються як сума звичайних витрат на започаткування інвестицій за мінусом усього початкового доходу.

Початкові капітальні витрати охоплюють:

- вартість машин, устаткування та інших необхідних підприємству знарядь праці за реальною ціною купівлі;
- додаткові витрати, що зв'язані з транспортуванням і монтуванням нового обладнання, а також із технічним наглядом за ним;
- податки на продаж старого обладнання, якщо такі передбачено чинним законодавством країни.

За умови технічної реконструкції або розширення діючого підприємства капітальні витрати включають також вартість будівельно-монтажних робіт. За спорудження нового підприємства довгостроковими є всі витрати, що входять до складу виробничих інвестицій (капітальних вкладень). У зв'язку із започаткуванням інвестицій кожне діюче підприємство має певний *початковий дохід*, тобто виручку від продажу старого устаткування; податкові знижки на продаж старого обладнання зі збитком; податкові пільги на інвестиції тощо.

Грошовий потік – це фінансовий показник, що характеризує ступінь так званої ліквідності підприємства (фірми, компанії), тобто вимірник того, як швидко можна продати його (її) активи та одержати гроші.

Цей показник складається з чистого-доходу підприємства та безготівкових витрат (зокрема амортизаційних відрахувань). Урахування амортизації як джерела фінансових коштів є виправданим і важливим, оскільки амортизаційні відрахування мають певний лаг, тренд (проміжок часу) між нарахуванням і використанням за призначенням.

Оцінюючи доцільність інвестицій, обов'язково встановлюють (розраховують) ставку дисконту (капіталізації), тобто процентну ставку, що характеризує, по суті, норму прибутку, відносний показник мінімального щорічного доходу інвестора, на який він сподівається. За допомогою дисконту (облікового відсотка) визначають спеціальний коефіцієнт, в основу обчислення якого покладено формулу складних процентів та який застосовується для приведення інвестицій і грошових потоків до порівнянного в часі виду (тобто для визначення теперішньої вартості останніх через певну кількість років інвестиційного циклу).

Під *теперішньою вартістю* розуміють вартість майбутніх доходів нині, яка обчислюється множенням грошового потоку за кожний рік на так

званий відсотковий чинник теперішньої вартості (спеціальний коефіцієнт приведення) відповідного року за визначеною дисконтною ставкою. Якщо із загальної величини теперішньої вартості вирахувати початкові інвестиції, то матимемо показник *чистої теперішньої вартості*, що його покладають в основу одного з найпоширеніших методів оцінки доцільності капіталовкладень у країнах з розвинутою ринковою економікою.

Внутрішня ставка доходу відбиває ставку дисконту, за якої теперішня вартість грошових потоків і початкові інвестиції є приблизно однаковими. Інакше кажучи: внутрішня ставка доходу – це дисконтна ставка, за якої чиста теперішня вартість грошових потоків дорівнює нулю. Цей показник також можна достатньо широко використовувати в практиці господарювання підприємств для оцінки ефективності капітальних вкладень. Розрахований показник внутрішньої ставки (дохід) має бути не нижчим за *граничну (необхідну) ставку*, яку підприємства (фірми, компанії) мають встановлювати, виходячи з вартості фінансування та ризикованості проекту капітальних витрат.

Господарський ризик звичайно означає непевність і нестабільність гарантування та одержання очікуваних доходів від капітальних вкладень. Оцінка доцільності інвестицій – це майже завжди оцінка проектів (альтернативних варіантів) з ризиком. Майбутні доходи від реалізації того чи іншого проекту вкладення капіталу можуть несподівано зменшитись або збільшитись. Існує багато чинників, які зумовлюють зменшення очікуваних грошових потоків підприємства: втрата підприємством своїх позицій на зовнішньому чи внутрішньому ринках; збільшення собівартості товарної продукції (послуг); зростання вартості фінансування: більш жорсткі вимоги до захисту довкілля тощо.

Основні методичні положення щодо визначення доцільності інвестицій того чи іншого суб'єкта господарювання відображаються в *узгодженій системі розрахунків* і логічних дій, що здійснюються поетапно у певній послідовності, а саме:

Перший етап: розрахунок початкових інвестицій на підставі наявних цифрових даних щодо всіх елементів, котрі входять до складу початкових капітальних витрат і початкового доходу підприємства.

Другий етап: визначення згоданих і безпечних грошових потоків за кожний рік розрахункового періоду, ураховуючи всі види доходів підприємства, суми амортизаційних відрахувань і фактор еквівалента

певності, абсолютне значення якого з кожним наступним роком зменшується.

Третій етап: встановлення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків із використанням її відсоткового чинника (коефіцієнта приведення a), що обчислюється за формулою (2.26), де h_n означає ставку дисконту (капіталізації).

Четвертий етап: обчислення чистої теперішньої вартості (ЧТВ) грошових потоків та оцінка за методом застосування ЧТВ доцільності інвестицій з урахуванням ризику й інфляції та (або) визначення внутрішньої ставки доходу (ВСД), за якої ЧТВ дорівнює нулю, і прийняття рішення про доцільність капітальних вкладень за методом ВСД.

Викладена методика визначення ефективності капітальних вкладень дає змогу відібрати найліпші проекти (варіанти) за мінімальною величиною зведених витрат (собівартість обсягу товарної продукції плюс середні щорічні капітальні вкладення в межах періоду їхньої нормативної окупності) та визначити загальну економічну ефективність здійснюваного проекту через обчислення очікуваного (фактичного) коефіцієнта прибутковості інвестування. Проте широке застосування такої методики істотно ускладнює чи навіть унеможлиблює об'єктивну оцінку доцільності капіталовкладень за умов розвинутих ринкових відносин.

Це в свою чергу пояснюється тим, що вона:

- 1) ґрунтується на показнику зведених витрат, який є штучно сконструйованим і реально не існує в практиці господарювання;
- 2) лише частково враховує чинник часу (зміну вартості грошей з часом);
- 3) ігнорує амортизаційні відрахування як джерело коштів і тим самим обмежує грошові потоки лише чистими доходами;
- 4) не враховує існуючих в ринковій економіці господарського ризику та інфляції.

Методи аналізу вигод і витрат застосовні до більшості проектів, у яких можна оцінити вигоди і витрати. Однак існує ряд проектів, що не дозволяють виміряти вигоди. В останніх випадках аналіз ефективності витрат – єдиний спосіб оцінити варіанти проекту. Аналіз ефективності витрат застосовується для вибору з ряду варіантів найменш дорогого проекту, що забезпечує виконання поставленого завдання. До таких

проектів відносяться проекти в галузі охорони здоров'я, харчування, суспільного управління, житлового будівництва, водопостачання і реалізація проекту матиме місце протягом багатьох наступних років.

Для визначення цінності проекту недостатньо установити витрати на його здійснення і вишукати джерело фінансування. Перед ухваленням рішення про здійснення проекту необхідно оцінити всі аспекти проекту протягом усього періоду його існування. Оцінка витрат на проекти і позитивні результати проекту протягом усього періоду їхньої діяльності, що часто іменується калькуляцією витрат і доходів за термін служби, складає основу проектного аналізу. Оцінка всіх аспектів проекту за термін служби охороняє від проектів, що незаслужено заохочуються, що дають швидку віддачу, але характеризуються негативними довгостроковими результатами, а також допомагає уникнути упередження щодо проектів, що повільно набирають силу, але які приносять істотні довгострокові вигоди.

У принципі, створення моделі оцінки позитивних результатів зовсім нескладне. Потік витрат на проект дорівнює сумі продуктів за кожний рік існування проекту, потрібних для проекту ресурсів, що закуповуються або мають в наявності для випуску продукції, і витрат на їхнє придбання. Витрати на експлуатацію, технічне обслуговування і поточний ремонт відбивають вартість матеріалів, робочої сили і послуг, необхідних для випуску продукції проекту і підтримка основних фондів проекту в гарному робочому стані. Вигоди оцінюються як приріст продукції проекту, помножений на ціну, що споживач або користувачі платять або погодяться платити за продукцію проекту.

2.4. Основні методи оцінки доцільності реальних та фінансових інвестицій, їх характеристика

Головним принципом оцінки ефективності є порівняння обсягів доходів та витрат, що їх забезпечили. Під час обґрунтування економічної ефективності інвестиційних проектів та їх доцільності застосовується комплекс показників, що висвітлюють різні аспекти вказаного вище принципу і дають змогу оцінити доцільність інвестицій більш системно.

При оцінці проектів з точки зору їх здійсненності та інвестиційної привабливості найчастіше використовують декілька основних методів, які можна поєднати у такі групи:

1. Статичні методи, тобто методи, які базуються на бухгалтерському обліку і виникли з традиційного бухгалтерського підходу до фінансової оцінки проектів:

- 1) метод визначення середньої ставки доходу ARR (average rate of return);
- 2) метод розрахунку періоду окупності інвестицій PP (payback period);
- 3) метод визначення рентабельності інвестицій ROI (return on investment);
- 4) метод визначення розрахункової норми прибутку AROR (accounting rate of return);
- 5) метод визначення коефіцієнту співвідношення доходів і витрат.

2. Динамічні методи, тобто методи, які базуються на принципах економічної теорії і застосуванні концепції дисконтування:

- 1) метод визначення чистої теперішньої вартості NPV (net present value);
- 2) метод розрахунку дисконтованого терміну окупності DPP (discounted payback period);
- 3) метод розрахунку внутрішньої норми прибутку IRR (internal rate of return);
- 4) метод визначення індексу прибутковості PI (profitability index);
- 5) метод визначення коефіцієнту співвідношення доходів і витрат з використанням концепції дисконтування.

Характеристика статичних методів оцінки доцільності інвестицій

Однією з головних переваг застосування методів цієї групи є простота розрахунку, проте недолік – неврахування зміни вартості грошей у часі. Однак подолати дію цього недоліку можливе завдяки застосування концепції дисконтування і, відповідно, приведення як витрат так і доходів до умов поточного року.

Метод визначення середньої ставки доходу (ARR, ССД)

Середня ставка доходу являє собою відношення середніх чистих доходів до середніх інвестицій.

Середня ставка доходу = середні річні майбутні доходи /
половина початкових інвестицій (2.91)

$$ARR = \frac{\sum_{t=1}^n FNP_t}{\frac{1}{2} I_0} \cdot n, \quad (2.92)$$

де FNP_t – майбутній чистий дохід у період t ;

I_0 – сума початкових інвестицій;

t – кількість періодів отримання доходу (інвестиційний цикл), $t = 1, \dots, n$.

Половина початкових інвестицій береться тому, що оптимальним вважається рівномірне нарахування амортизації.

Цей метод оцінки доцільності інвестицій найдавніший. Основна його ідея полягає в тому, щоб порівняти чисті доходи з початковою вартістю проекту. Це простий бухгалтерський засіб, який показує прибутковість проекту.

Основні вади методу для застосування у фінансовому аналізі:

- 1) зовсім не враховує вартість грошей у часі;
- 2) використовує балансові доходи, а не грошові потоки;
- 3) метод ігнорує амортизаційні відрахування як джерело грошового потоку;
- 4) в середню ставку доходу, не враховується теперішня вартість обладнання, яка змінюється. При цьому врахування ліквідаційної вартості цього старого обладнання може зменшити обсяг необхідних початкових інвестицій або підвищити у майбутньому грошовий потік.

Метод розрахунку періоду окупності інвестицій (PP)

Період окупності – це кількість років, за які відшкодовуються початкові інвестиції. Якщо цей період влаштовує фірму, то проект схвалюється. При порівнянні декількох проектів перевага віддається тому, у кого період окупності менший. Проте ухвалений проект не повинен перевищувати заздалегідь спланованого терміну.

Найпростіший спосіб підрахунку – це поєднати інвестиційні витрати з очікуваними чистими грошовими потоками, та визначити, коли ця сума дорівнює нулю.

Чистий грошовий потік = очікуваний чистий дохід після
сплати податків + амортизація (2.93)

Перевага методу: простота розрахунку.

Вади методу:

1) не враховується зміна вартості грошей у часі

2) не може служити мірилом прибутковості (оскільки нас цікавлять лише грошові потоки до дати окупності).

Метод визначення рентабельності інвестицій (ROI)

У цьому випадку, якщо період розрахунку дорівнює одному року, при розрахунку коефіцієнту використовується річна величина прибутку (за балансом) та середньорічна сума активів. Для розрахунку за певний період: місяць, квартал або півріччя, сума прибутку множиться відповідно на 12, 4 та 2. При цьому використовується середня за період величина сумарних активів.

Цей показник вказує, скільки грошових одиниць потрібно підприємству для отримання однієї грошової одиниці прибутку. Вважається, що цей показник є одним з найбільш важливих індикаторів конкурентоспроможності.

$$ROI = \frac{P_{tax}}{I_{total}}, \quad (2.94)$$

де P_{tax} – обсяг прибутку після оподаткування;

I_{total} – загальний обсяг інвестицій.

У цьому випадку під обсягом інвестицій розуміються не тільки витрати на капіталовкладення, але й вкладення в обіговий капітал.

Метод визначення розрахункової норми прибутку (AROR)

Цей показник характеризує доходність проекту як відношення між середньорічними надходженнями від його реалізації та величиною початкових інвестицій.

Визначення цього показника подібне до середньої ставки доходу, за тим виключенням, що до уваги приймається балансовий прибуток, а не сукупний дохід (як у ССД).

$$AROR = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t}{N \times I_o}, \quad (2.95)$$

де I_o – початкові інвестиції;

CF_t – чистий грошовий потік періоду t (місяць);

N – тривалість проекту (років);

n – тривалість проекту (місяців).

Ще один з варіантів обрахунку цього показника полягає у коригуванні на амортизацію.

$$AROR = \frac{\sum_{t=1}^n (CF_t - A_t)}{t \times I_o} \times 100\% \quad (2.96)$$

Якщо надходження за своєю природою анuitетні, розрахунок спрощується.

$$AROR = \frac{CF_t - A_t}{I_o} \times 100\% \quad (2.97),$$

$$A_t = \frac{I_o - SV}{n} \quad (2.98),$$

де I_o – початкові інвестиції;

CF_t – чистий грошовий потік періоду t (рік);

A_t – сума амортизації за період t (рік);

n – загальна тривалість проекту (років);

SV (Solvage Value) – залишкова вартість реального активу, що є об'єктом інвестування.

Метод визначення коефіцієнту співвідношення доходів і витрат (\mathfrak{R})

Цей показник розраховується як дріб, де в чисельнику має бути сума за всі роки доходів від освоєння інвестицій, а в знаменнику – сума всіх витрат, як інвестиційних, необхідних для введення об'єкту в експлуатацію, так і обсяг поточних витрат діючого об'єкта, необхідних для виробництва товарів чи послуг, які виробляються в межах створеного об'єкта (експлуатаційні витрати).

$$\mathfrak{R} = \frac{\sum_{t=1}^n P_t}{\sum_{t=0}^n (I_t + E_t)}, \quad (2.99)$$

P_t – доход від реалізації інвестиційного задуму у період t ;

I_t – сума інвестиційних витрат у періоді t . При цьому I_o являтиме собою суму початкових витрат на проект (стартові інвестиції);

E_t – сума експлуатаційних (поточних) витрат у період t ;

t – кількість періодів отримання доходу (інвестиційний цикл),
 $t=1, \dots, n$.

Характеристика динамічних методів оцінки доцільності інвестицій

Дану групу формують методи, які базуються на принципах економічної теорії і застосуванні концепції дисконтування.

Метод розрахунку дисконтованого терміну окупності (DPP)

Більш точне значення періоду окупності можна отримати, використовуючи цей метод. Він відрізняється від періоду окупності тим, що, застосовуючи його, необхідно дисконтувати очікувані грошові потоки на вартість капіталу проекту. Цей метод визначається як кількість років, що необхідна для відшкодування дисконтованими грошовими потоками чистих необхідних інвестицій.

Основні переваги методу:

- 1) метод враховує зміну вартості грошей у часі;
- 2) може бути використаний як грубий метод визначення ризикованості вкладень. Чим коротший термін – тим менше ризику.

Недоліки методу: не враховується періодичність отримання грошових потоків, не враховуються потоки, які будуть отримані після терміну окупності.

Для визначення дисконтованого потоку слід кожний грошовий потік помножити на відповідний коефіцієнт дисконтування.

Метод визначення чистої теперішньої вартості / чистої поточної вартості / чистої приведенної вартості (NPV)

Якщо теперішня вартість майбутніх грошових потоків від проекту вища за його початкову вартість, проект слід реалізовувати.

$$\text{Чиста теперішня вартість} = \text{теперішня вартість} - \text{початкові витрати} \quad (2.100)$$

Чиста теперішня вартість схваленого проекту має дорівнювати нулю або мати позитивне значення, відхиленого – негативне.

Основним у цій методиці є те, яку саме дисконтну ставку брати для підрахунку. Загалом, ризикованіший з двох проектів має дисконтуватися за вищою ставкою. За цієї методики дисконтні ставки залежать також від тривалості проектів.

Переваги: всі розрахунки ведуться, виходячи з грошових потоків, а не чистих доходів. (Грошовий потік = чисті доходи + амортизація). Враховується амортизація як джерело коштів.

- 1) враховується зміна вартості грошей у часі. При цьому дисконтна ставка тяжіє до зростання, якщо позики обмежені і очікується підвищення витрат на фінансування;

2) при ухваленні проектів за цією методикою, можна визначити приріст капіталу від реалізації проекту.

Недоліки: методикою передбачається чітка точна оцінка майбутніх грошових потоків. Проте це складно спрогнозувати на досить значний період, у зв'язку з можливостями змін у вартості сировини, робочої сили тощо. 1) передбачається що дисконтна ставка незмінна протягом всього періоду проекту. А прогноз ставки по роках на наступні роки не буде точною.

Механізм розрахунку NPV:

1) знайти теперішню вартість кожного грошового потоку, включаючи як грошові надходження, так і витрати, дисконтованого на вартість капіталу проекту;

2) знайти NPV проекту, додавши ці дисконтовані грошові потоки;

3) $NPV = 0$ (проект рекомендовано), $NPV < 0$ (проект не рекомендовано).

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0, \quad (2.101)$$

де I_0 – початкова вартість (необхідні інвестиції);

CF_t – очікуваний чистий грошовий потік у періоді t ;

r – періодична вартість капіталу (ставка дисконту);

t – рік (період).

У випадку, коли грошові потоки мають періодичність відмінну від річної (квартал, місяць), тоді слід коригувати дисконтну ставку і t буде показувати нову періодичність.

Точне значення періодичної дисконтної ставки можна вирахувати так:

$$TR = \left[\left(1 + \frac{r}{n}\right)^n - 1 \right] \times 100\%, \quad (2.102)$$

де n – періодичність (якщо щотижнева, то $n = 52$, щомісячна $n = 12$, щоквартальна $n = 4$, піврічна $n = 2$);

TR – номінальна річна процентна ставка;

r – дійсна дисконтна ставка, яку потрібно визначити.

Поряд з розрахунком NPV часто розраховують сукупну теперішню вартість – GVP (gross present value).

$$GVP = \sum_{t=1}^n CF_t \times (1+r)^{-1}, \quad (2.103)$$

де GPV – теперішня вартість усіх грошових потоків, одержаних протягом усього періоду.

Якщо $GPV > I_0$, тоді $NPV > 0$, що означає, що теперішня вартість потоку доходів переважає теперішню вартість необхідної інвестиції.

Якщо $GPV < I_0$, тоді витрати (або необхідна інвестиція), що реалізовані сьогодні, перевищують теперішню вартість доходів, що очікується отримати за весь період.

У деяких випадках чиста кінцева вартість – NTV (Net Terminal Value) – кращий показник, ніж NPV , хоча обидва показники приводять до однакових рішень. Чиста кінцева вартість визначається як сума грошей, яку інвестор отримає наприкінці дії проекту у надлишку від тієї суми, яку би він отримав, не інвестуючи гроші у проект.

$$NTV = [(S_0 - I_0) \times (1+r)^n + \sum_{t=1}^n CF_t \times (1+r)^{n-t}] - S_0 \times (1+r)^n, \quad (2.104)$$

де S_0 – сума грошей для інвестування на початку періоду;

I_0 – сума інвестицій у проект;

CF_t – очікуваний чистий грошовий потік у період t ;

n – період дії проекту;

r – періодична вартість капіталу проекту.

Ця формула корисна, коли необхідно знати результати на кожному етапі реінвестування. Але існує спрощена формула:

$$NTV = NPV \times (1+r)^n \quad (2.105)$$

Метод розрахунку внутрішньої норми прибутку / внутрішньої норми доходу / внутрішньої ставки доходу/прибутку (IRR)

Ця методика по суті є визначенням міри прибутковості проекту. Це така ставка дисконту, за якої теперішня вартість грошових потоків дорівнює початковим інвестиціям. Тобто – це дисконтна ставка, за якої $NPV=0$. Ставка, нижче якої проекти відхиляються, називається граничною ставкою, крайньою або необхідною. Фірми розраховують свої граничні ставки, виходячи з вартості фінансування та ризикованості проекту. Потім прогнозують майбутні грошові потоки і розраховують IRR . Якщо IRR вище граничної ставки, проект рекомендується до реалізації. Отже, IRR визначається як дисконтна ставка r , яка прирівнює теперішню вартість очікуваних грошових надходжень по проекту та теперішню вартість очікуваних необхідних витрат.

$$IRR = r \Rightarrow \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = 0 \quad (2.106)$$

Тобто IRR являє собою таку ставку дисконту, за якої $NPV=0$.

Преваги:

- 1) методика розрахунку досить легка і зрозуміла;
- 2) враховується зміна вартості грошей у часі.

Недоліки:

1) часто дається нереальна ставка доходу. Наприклад, за граничної ставки 15%, IRR – 40%. Це значення припускає, що фірма може реінвестувати майбутні грошові доходи під 40%. Якщо ж ситуація і досвід свідчать, що така ставка для реінвестування підозріла, тобто нереальна, то таке значення IRR досить підозріле. Отже, якщо вираховане значення IRR не дає помірковану ставку реінвестицій майбутніх грошових потоків, його не слід вважати мірилом прийнятності.

2) знаходження IRR може дати різні ставки доходу.

У зв'язку з цим для полегшення процедури визначення показника IRR на практиці використовують формулу:

$$IRR = r_1 + \frac{NPV_1 \times (r_2 - r_1)}{NPV_1 - NPV_2} \quad (2.107),$$

де r_1 – ставка дисконту, за якої $NPV > 0$;

r_2 – ставка дисконту, за якої $NPV < 0$;

NPV_1 – таке значення $NPV > 0$;

NPV_2 – таке значення $NPV < 0$.

Внутрішня норма рентабельності є тією межею, нижче якої проект дає негативну загальну прибутковість. Розрахована для проекту величина IRR має порівнюватися з її нормативним рівнем R , який приймається для проектів такого типу. Якщо $IRR > R$, проект може бути прийнятий, у протилежному випадку – проект відхиляється.

Особливістю порівняння декількох проектів за показником IRR із застосуванням наближеного підходу, є те, що інтервал для ставок повинен бути однаковим для всіх проектів. У протилежному випадку матиме місце суттєва похибка для отриманого результату.

Для кожного проекту залежно від критеріїв, якими керується зацікавлене в проекті підприємство та його експерти, рівень R може

бути різним залежно від макроекономічної ситуації в країні, рівня ризикованості країни, галузі, проекту, середньої рентабельності діяльності інвестора, вартості його капіталу, співвідношення позиченого та власного капіталу й інших причин.

Одним з недоліків застосування цього методу є те, що величина *IRR* розраховується методом підбору та перевірки послідовних значень *r*. Необхідно здійснювати перевірку, тобто підставити отримане значення у формулу як *r* і перерахувати показник для визначення більш точного значення *IRR* (тобто потрібна поетапна ітерація) або з використанням комп'ютерних програм чи графічним методом побудови фінансового профілю проекту: функції залежності між *NPV* та *r*.

Однак, якщо грошові потоки за проектом анuitетні *IRR* можна визначити за допомогою фінансових таблиць наступним чином:

1) знаходимо відношення обсягу необхідних початкових інвестицій до щорічного обсягу грошового потоку. Таке відношення має співпадати з множником теперішньої вартості анuitету на перетині з відповідним заданим роком реалізації проекту. (Якщо термін реалізації 10 років, то і множник слід шукати у рядку цього року):

2) здійснюємо перевірку.

Разом з внутрішньою нормою рентабельності часто визначають також *модифіковану внутрішню норму рентабельності (MIRR)*. Для того, щоб визначити *MIRR*, необхідно визначити майбутню вартість проекту (*TV*) – вартість надходжень, отриманих від реалізації проекту, що віднесена до кінця проекту з використанням норми рентабельності реінвестицій. Норма рентабельності реінвестицій у цьому випадку означає доход, який може бути отриманий при реінвестуванні надходжень від проекту.

$$TV = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+R)^{t-N}}, \quad (2.108)$$

де *R* – норма рентабельності реінвестицій (місячне значення);

N – тривалість проекту в місяцях;

CF_t – чистий грошовий потік місяця *t*.

MIRR є ставкою дисконту, за якої виконується рівність:

$$\sum_{t=1}^N \frac{CO_t}{(1+r)^{t-1}} = \frac{TV}{(1+MIRR)^N}, \quad (2.109)$$

де CO_t – виплати місяця t ;

TV – вартість надходжень, отриманих від реалізації проекту, що віднесена до кінця проекту з використанням норми рентабельності реінвестицій;

r – необхідна норма рентабельності інвестицій (за місяць);

N – тривалість проекту;

$MIRR$ – модифікована норма рентабельності (за місяць).

Особливості застосування NPV та IRR:

1) коли застосовується показник IRR , проект не слід схвалювати лише за його дуже високим IRR . Слід замислитися, чи можна буде утримати таке високе значення. Необхідно проаналізувати результати минулої діяльності, сьогоднішній стан справ і на перспективу, і подивитися, чи є можливість реінвестувати грошові потоки за такого високого значення IRR . Якщо фірма не впевнена, що така ставка IRR реальна, потрібно визначити NPV за більш реалістичної ставки дисконту.

2) застосування IRR завжди призводить до відбору того самого проекту, а NPV залежить від вибраної дисконтної ставки.

3) величина проекту і його тривалість – основні причини суперечностей між значеннями IRR та NPV у порівнянні проектів. Отже, слід порівнювати більш менш однакові проекти за тривалістю і вартістю.

4) коли проекти порівнюються за NPV , то має бути ставка, яка цілком вірогідно відбиває ризик кожного з них. Нічого страшного, якщо два проекти порівнюються за різними дисконтними ставками, бо один з них ризикованіший.

Метод визначення індексу прибутковості (PI)

Індекс прибутковості – це метод, що порівнює теперішню вартість майбутніх грошових потоків з початковими інвестиціями, тобто:

PI = теперішня вартість грошових потоків / початкові інвестиції.

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{I_0}, \quad (2.110)$$

де CF_t – грошові надходження від освоєння інвестицій за відповідний період t ;

r – ставка дисконту (у відносних величинах: 10% = 0,1);

I_0 – початкові інвестиції;

t – кількість періодів отримання грошових надходжень, $t = 1, \dots, n$;

Згідно з цією методикою, проект з більшим за 1 приймається, з меншим за 1 – відхиляється. Ця методика тісно пов'язана з *NPV*. Фактично, рішення при застосуванні обох варіантів буде одне.

Для оцінки фінансових інвестицій застосовуються базові методи оцінки доцільності інвестицій. Разом з тим, для спрощення розрахунків у практичній діяльності інвесторами напрацьовані трансформаційні моделі *NPV* для застосування. Базовим методом при оцінці фінансових інвестицій є критерій, що дає можливість співставити ціну придбання інструменту фондового ринку (початкові інвестиції у класичній моделі *NPV*) з очікуваною вигодою від його утримання протягом певного періоду часу, приведеними до умов року придбання (дискontовані майбутні надходження накопичувальним підсумком), які в трансформаційних моделях називаються поточною ринковою вартістю, курсовою вартістю цінного паперу. Таким чином, прийняття рішення про придбання відповідного цінного паперу можна звести до звичайного механізму розрахунку чистої теперішньої вартості інвестицій в нього. Однією з основних проблем для застосування зазначених трансформаційних моделей є визначення сумарної за відповідний період часу формування величини майбутнього грошового потоку.

Оцінка ефективності інвестування в окремі фінансові інструменти, як і при реальних інвестиціях, здійснюється на основі співставлення обсягу інвестиційних витрат, з одного боку, і суми зворотного грошового потоку по них – з іншого боку. Разом з тим, формування цих показників в умовах фінансового інвестування має істотні відмінні особливості.

Перш за все, в структурі зворотного грошового потоку при фінансовому інвестуванні відсутній показник амортизаційних відрахувань, оскільки фінансові інструменти, на відміну від реальних інвестицій, не містять в своєму складі активів, що амортизуються. Через це основу поточного зворотного грошового потоку по фінансових інструментах інвестування становлять суми періодично сплачуваних по них процентів (на вклади в статутні фонди, на депозитні вклади в банках, по облігаціях та інших боргових цінних паперах) і дивідендів (по акціях та інших дольових цінних паперах).

Крім того, фінансові активи підприємства, якими є фінансові інструменти інвестування, продаються (погашаються) наприкінці строку їх використання підприємством (або наприкінці обумовленого фіксованого строку їх обертання) за тією ціною, яка склалась на цей

момент на фінансовому ринку, або по заздалегідь обумовленій фіксованій їх сумі. Відповідно, до складу зворотного грошового потоку по фінансових інструментах інвестування входить вартість їх реалізації по закінченні строку їх використання (фіксована вартість по боргових фінансових активах і поточна курсова вартість по дольових фінансових активах).

Певні відмінності виникають і при оцінці необхідної норми прибутку на інвестований капітал. Якщо по реальних інвестиціях цей показник оцінюється виходячи з рівня очікуваного операційного прибутку, який складається в умовах об'єктивно існуючих галузевих обмежень, то по фінансових інвестиціях інвестор сам визначає очікувану норму прибутку з урахуванням рівня ризику вкладень у різні фінансові інструменти. Якщо застережливий або консервативний інвестор вважає за краще обрати фінансові інструменти з невисоким рівнем ризику a , відповідно, і з невисокою нормою інвестиційного прибутку, то схильний до ризику або агресивний інвестор, незважаючи на високий рівень ризику, надає перевагу фінансовим інструментам з високою нормою інвестиційного прибутку.

Оскільки очікувана норма інвестиційного прибутку задається самим інвестором, то цей показник формує й суму інвестиційних витрат на той чи інший інструмент фінансового інвестування, яка являє собою реальну вартість фінансового інструмента інвестування.

Якщо фактична сума інвестиційних витрат по фінансовому інструменту буде перевищувати його реальну вартість, то цільова ефективність фінансового інвестування не буде забезпечуватись (тобто інвестор не отримує очікувану суму інвестиційного прибутку). І навпаки, якщо фактична сума інвестиційних витрат буде нижчою від реальної вартості фінансового інструменту, то ефективність фінансового інвестування може навіть перевищити її очікуваний рівень.

Таким чином, оцінка ефективності того чи іншого фінансового інструменту полягає в оцінці його реальної вартості і спроможності забезпечити отримання очікуваної норми інвестиційного прибутку.

Принципова модель оцінки реальної ринкової вартості фінансового інструменту має такий вигляд:

$$B_{\Phi I} = \sum_{t=1}^n \frac{ЗГП_t}{(1 + НІП)} \quad (2.111),$$

де $V_{\text{фi}}$ – реальна ринкова вартість фінансового інструменту інвестування;

$Z_{\text{ГП}}$ – очікуваний зворотній грошовий потік за період використання фінансового інструменту;

$НП$ – очікувана норма прибутку по фінансовому інструменту, що виражена десятковим дробом (приймається інвестором самостійно з урахуванням рівня ризику);

n – кількість періодів формування зворотних потоків від інвестиції.

Особливості формування зворотного грошового потоку за окремими видами фінансових інструментів обумовлюють варіації використаних моделей їх реальної вартості.

Оцінка облігацій, ощадних сертифікатів та інших аналогічних інструментів

Моделі оцінки вартості облігацій передбачають використання показників номінальної вартості облігацій, суми сплаченого процента, очікуваної норми валового інвестиційного прибутку (норми доходності) по облігаціях, кількість періодів до погашення облігацій.

За облігаціями, ощадними сертифікатами та іншими аналогічними інструментами можливі три варіанти формування майбутнього грошового потоку:

- а) без виплати процентів за фондовим інструментом;
- б) з періодичною виплатою процентів і погашенням в кінці передбаченого терміну;
- в) з виплатою всієї суми процентів при погашенні в кінці передбаченого терміну.

Оцінка облігацій, ощадних сертифікатів та інших аналогічних інструментів передбачає визначення поточної ринкової вартості і очікуваної доходності (прибутковості). Для визначення поточної ринкової вартості може бути використана одна з трьох моделей, вибір якої залежить від умов емісії та обігу фондового інструмента:

- *модель оцінки поточної ринкової вартості з періодичною виплатою процентів ($BO_{\text{ПП}}$):*

$$BO_{\text{ПП}} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{P_o}{(1 + НП)^t} \right) + \frac{H_o}{(1 + НП)^n}, \quad (2.112)$$

де P_o – сума процентів, що нараховані за відповідний період (являє собою добуток номіналу на об'явлену ставку відсотку);

H_0 – номінал, що підлягає погашенню у кінці періоду обігу облігації;

$НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (поточної дохідності) по облігації, яка виражена десятковим дробом;

n – кількість років (або інших періодів), які залишилися до погашення;

t – кількість років (або інших періодів) нарахування відсотків.

Економічний зміст базисної моделі оцінки вартості облігації (із періодичною виплатою процентів) полягає в тому, що її поточна реальна ринкова вартість дорівнює сумі всіх процентних надходжень по ній за залишковий період її обертання і номінального значення, приведеного до теперішньої вартості по дисконтній ставці, яка дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку (дохідності).

- модель оцінки поточної ринкової вартості без виплати процентів ($BO_{БП}$):

$$BO_{БП} = \frac{H_0}{(1 + НП)^n} \quad (2.113)$$

Економічний зміст даної моделі полягає в тому, що поточна реальна вартість облігації, яка реалізується з дисконтом без виплати процентів по ній, являє собою її номінал, приведений до теперішньої вартості за дисконтною ставкою, що дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку (дохідності).

- модель оцінки поточної ринкової вартості з виплатою всієї суми процентів при погашенні (в кінці терміну) ($BO_{ПК}$):

$$BO_{ПК} = \frac{H_0 + П_K}{(1 + НД)^n}, \quad (2.114)$$

$П_K$ – сума проценту, що буде нарахована при погашенні за відповідною ставкою.

Економічний зміст даної моделі полягає в тому, що поточна реальна вартість облігації з виплатою всієї суми процентів при її погашенні дорівнює сумі виплат по номіналу і сумі процента по ній, що приведені до реальної вартості за дисконтною ставкою на рівні очікуваної норми валового інвестиційного прибутку (дохідності).

Трансформуючи відповідним чином наведені моделі залежно від шуканого розрахункового показника можна розрахувати *очікувану норму валового інвестиційного прибутку (дохідності)*.

Для визначення очікуваної поточної доходності може бути використана одна з трьох моделей, вибір якої залежить від умов емісії та обігу фондового інструмента:

- модель оцінки очікуваної поточної доходності з періодичною виплатою процентів (ДО_{ПП}):

$$ДО_{ПП} = \frac{H_o \times ПС}{ЦП_o}, \quad (2.115)$$

де ЦП_o – ціна, за якою фондовий інструмент реалізується на ринку;

H_o – номінал, що підлягає погашенню у кінці періоду обігу;

ПС – ставка проценту (так звана «купонна ставка»), за якою нараховується сума процента у десятинному дробі;

- модель оцінки очікуваної поточної доходності без виплати процентів (ДО_{БП}):

$$ДО_{БП} = \frac{1}{\left(\frac{ЦП_o}{H_o}\right)^{\frac{1}{n}}} - 1, \quad (2.116)$$

n – кількість років (або інших періодів), які залишилися до погашення.

- модель оцінки очікуваної поточної доходності з виплатою всієї суми процентів при погашенні (в кінці терміну) (ДО_{ПК}):

$$ДО_{ПК} = \frac{1 + ПС_K}{\left(\frac{ЦП_o}{H_o}\right)^{\frac{1}{n}}} - 1, \quad (2.117)$$

ПС_K – ставка проценту, за якою буде сума процента нарахована при погашенні у десятинному дробі;

Оцінка акцій, інвестиційних сертифікатів та інших аналогічних інструментів

Моделі оцінки вартості акцій побудовані на таких вихідних параметрах: вид акції (привілейована чи проста); розмір дивідендів, передбачених до виплати в конкретному періоді; очікувана курсова вартість акції наприкінці періоду її реалізації (у випадку кінцевого періоду використання акції); очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма доходності) по акціях; число періодів використання акції.

За акціями та інвестиційними сертифікатами сума майбутнього грошового потоку формується залежно від двох умов:

- а) при використанні інструменту протягом невизначеного тривалого періоду;
- б) при використанні інструменту протягом заздалегідь передбаченого терміну.

Як у першому так і у другому випадку умовами емісії і обігу, обраної дивідендної політики та ін., розрізняють фондові інструменти даного виду з:

- а) стабільним рівнем дивідендів;
- б) постійно зростаючим рівнем дивідендів;
- в) непостійним рівнем дивідендів.

Оцінка акцій (а також відповідних їм за економічним змістом інвестиційних сертифікатів) спрямована перш за все на визначення їх поточної ринкової вартості.

Для визначення поточної ринкової вартості можуть бути використані нижченаведені моделі, вибір яких залежить від умов емісії та обігу фондового інструменту.

- модель оцінки поточної ринкової вартості акції при її використанні протягом невизначеного тривалого терміну (BA_{HT}):

$$BA_{HT} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1 + НП)^n} = \frac{D}{НП}, \quad (2.118)$$

За умови, що $D = const$.

де D_n – сума дивідендів, яку інвестор очікує отримати в n -ому році (сума дивідендів, прогнозована в n -ому періоді);

$НП$ – норма поточної прибутковості (доходності) акцій даного типу, у десятковому дробі;

D – річна сума постійного дивіденду;

n – кількість років, включених у розрахунок;

t – кількість періодів нарахування дивідендів.

Економічний зміст даної моделі полягає в тому, що поточна реальна вартість акції, яка використовується протягом невизначеного за тривалістю проміжку часу, являє собою капіталізовану суму передбачених до виплати дивідендів за будь-який кінцевий період за ставкою, що дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку.

- модель оцінки поточної ринкової вартості акції при її використанні протягом заздалегідь передбаченого терміну ($BA_{пт}$):

$$BA_{пт} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{D_n}{(1+НП)^t} \right) + \frac{KB_A}{(1+НП)^n}, \quad (2.119)$$

KB_A – прогнозована ринкова ціна реалізації акції (очікувана курсова вартість акції) в кінці періоду її використання.

Економічний зміст даної моделі полягає в тому, що поточна реальна вартість акції, що використовується протягом заздалегідь визначеного строку формується з капіталізованої суми очікуваних дивідендів та приведеної курсової вартості акції під час продажу за ставкою, що дорівнює очікуваній інвестором норми валового інвестиційного прибутку.

- модель оцінки поточної ринкової вартості акції з постійними дивідендами ($BA_{пд}$):

$$BA_{пд} = \frac{D}{НП}, \quad (2.120)$$

за умови, що $D = \text{const}$.

- модель оцінки поточної ринкової вартості акції з постійно зростаючими дивідендами (модель «Гордона») ($BA_{зд}$):

$$BA_{зд} = \frac{D_0 \times (1+T_D)}{НП - T_D}, \quad (2.121)$$

D_0 – сума останнього виплаченого дивіденду;

T_D – темп росту дивідендів, у десятковому дробі.

- модель оцінки поточної ринкової вартості акції з непостійною сумою дивідендів ($BA_{нд}$):

$$BA_{нд} = \frac{D_1}{1+НП} + \frac{D_2}{1+НП} + \dots + \frac{D_n}{1+НП} \quad (2.122)$$

Здійснені розрахунки реальної вартості інструментів фінансового інвестування дозволяють на основі порівняння з їх курсовою вартістю або з очікуваною нормою валового інвестиційного прибутку формувати управлінські рішення щодо їх вибору. Моделі оцінки реальної вартості інструментів фінансових інвестицій можуть бути розширені через введення додаткових параметрів, що відбиватимуть умови емісії цінних паперів, галузевої та регіональної приналежності емітента, умови обертання обраних інструментів інвестування тощо.

Ефективність інвестування в окремі фінансові інструменти як і при реальному інвестуванні обумовлена величиною зворотного чистого грошового потоку від них і її показники розраховуються на основі порівняння інвестиційних витрат і генерованого чистого грошового потоку від володіння ними. Моделі оцінки ефективності фінансових інвестицій є такими ж, як і при оцінці ефективності реальних інвестицій.

Прийняття управлінських рішень при фінансовому інвестуванні буде більш обґрунтованим, якщо є можливість оцінки інвестиційних якостей обраних інструментів.

У системі оцінки інвестиційних якостей дольових цінних паперів головне місце посідають такі параметри: вид дольового цінного паперу; інвестиційна привабливість галузі, в якій здійснює свою діяльність його емітент; основні показники фінансово-господарської діяльності підприємства-емітента; характер обертання інструменту на фондовому ринку; умови емісії.

Параметри інвестиційної якості дольових інструментів фінансового інвестування (наприклад, акцій) можна розрахунково оцінити через таку систему коефіцієнтів (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Систему коефіцієнтів оцінки інвестиційної якості дольових інструментів фінансового інвестування

Назва коефіцієнта	Алгоритм розрахунку коефіцієнтів
1	2
1. Коефіцієнт співвідношення ринкової ціни акції та доходу по ній ($K_{Ц/Д}$)	$K_{Ц/Д} = \frac{\text{Ринкова} \cdot \text{ціна} \cdot \text{акції}}{\text{Чистий} \cdot \text{прибуток} \cdot \text{на} \cdot 1 \cdot \text{акцію}}$
2. Коефіцієнт співвідношення ринкової ціни акції та активів підприємства на одну акцію ($K_{Ц/А}$)	$K_{Ц/А} = \frac{\text{Ринкова} \cdot \text{ціна} \cdot \text{акції}}{\text{Балансова} \cdot \text{вартість} \cdot \text{активів} \cdot \text{підприємств} \cdot \text{на} \cdot 1 \cdot \text{акцію}}$
3. Коефіцієнт співвідношення ринкової ціни акції та обсягу реалізації продукції на одну акцію ($K_{Ц/Р}$)	$K_{Ц/Р} = \frac{\text{Ринкова} \cdot \text{ціна} \cdot \text{акції}}{\text{Обсяг} \cdot \text{реалізації} \cdot \text{продукції} \cdot \text{на} \cdot 1 \cdot \text{акцію}}$

1	2
4. Коефіцієнт співвідношення котирувальних цін пропозиції та попиту поданій акції ($K_{пр/поп}$)	$K_{пр/поп} = \frac{\text{Середній} \cdot \text{рівень} \cdot \text{цін} \cdot \text{пропозиції} \cdot \text{даної} \cdot \text{акції}}{\text{Середній} \cdot \text{рівень} \cdot \text{цін} \cdot \text{попиту} \cdot \text{на} \cdot \text{дану} \cdot \text{акцію}}$
5. Коефіцієнт ліквідності акцій (K_L)	$K_L = \frac{\text{Обсяг} \cdot \text{продажу} \cdot \text{акцій} \cdot \text{на} \cdot \text{торгах} \cdot \text{в} \cdot \text{даний} \cdot \text{період}}{\text{Обсяг} \cdot \text{пропозиції} \cdot \text{акцій} \cdot \text{на} \cdot \text{торгах} \cdot \text{у} \cdot \text{даний} \cdot \text{час}}$

Головними параметрами оцінки інвестиційних якостей боргових цінних паперів (наприклад облігацій), можна визначити такі:

- вид облігації відповідно до класифікаційної ознаки;
- інвестиційна привабливість регіону – суб'єкта емісії;
- фінансова стійкість та платоспроможність підприємства емітента;
- характер обертання облігації на фондовому ринку;
- умови емісії облігацій і т.п.

При отриманні наведеної системи показників та параметрів оцінки наступним кроком у формуванні управлінського рішення щодо фінансового інвестування є розрахунок показників оцінки ризиків окремих фінансових інструментів інвестування.

Завдання для самоперевірки знань

1. Визначте основні фактори, що впливають на вибір форми організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту на підприємстві?

2. Конкретизуйте основні форми організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту, що створюються на підприємствах, які мають організаційну структуру загального управління (проста лінійна; лінійно-функціональна; дивізійна; проектна; матрична).

3. Які джерела формування інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту відносяться до зовнішніх джерел, а які до внутрішніх?

4. Сформулюйте особливості застосування різних систем і методів інвестиційного аналізу покладені в основу їх вибору в практиці управління інвестиційною діяльністю?

5. Які розрізняють форми реалізації результатів інвестиційного планування та дайте їм характеристику?

6. Який взаємозв'язок присутній між трьома основними системами інвестиційного планування на підприємстві: прогнозуванням, поточним і оперативним плануванням інвестиційною діяльністю?

7. Перерахуйте і охарактеризуйте принципи на основі яких на підприємстві створюється система внутрішнього інвестиційного контролю?

8. Які функції інвестиційного контролінгу мають бути реалізовані для підвищення ефективності інвестиційного менеджменту на підприємстві?

9. Перерахуйте послідовність заходів, які необхідні для створення системи моніторингу інвестиційних показників на підприємстві?

Задачі до розділу II

Задача 1

Визначити скільки отримає інвестор за 3 роки, якщо вкладе 120 тисяч гривень під 12% річних. Проценти нараховуються раз на рік за умовами складного нарахування. Порівняти результати з простим нарахуванням відсотків.

Задача 2

Яка майбутня вартість 700 гр.од., вкладених під 10% річних на 5 років з нарахуванням відсотків один раз на квартал?

Задача 3

Що Ви оберете: 4500 доларів готівкою чи 1200 доларів щороку протягом 4 років. Припустимо, що річна ставка відсотків 15%.

Задача 4

Шість платежів по 200 гр.од. кожен потрібно вносити за схемою пренумерандо, враховуючи, що річна ставка відсотків 15% за період між платежами. Скільки гр. од. буде у кінці останнього періоду? Як зміниться фінансовий результат при застосуванні схеми постнумерандо?

Задача 5

Фінансовий менеджер пропонує Вам інвестувати в підприємство 85 тис.грн., обіцяючи повернути 88 тис. грн. через 2 роки. У Вас є також інші альтернативи. За яких умов запропонований варіант інвестування найпривабливішим?

Задача 6

Сьогодні на Вашому рахунку є 120 тис. грн., на які банк нараховує 16% річних раз на рік за умовами складного нарахування. Яку суму можна знімати щорічно з рахунку, щоб їх вистачило на 15 років за інших рівних умов.

Задача 7

Скільки років потрібно вкладати по 100 грн. на рахунок у банку, щоб стати мільонером? Річна ставка відсотків зі складним

нарахуванням становить 17%. Тобто потрібно знайти кількість періодів, за які вноситься однакова за розміром сума.

Задача 8

Кредит у сумі 1000 грн. виданий 2 березня до 11 грудня під 30% річних, рік високосний. Визначити розмір заборгованості таких умов розрахунку: 360/360; 365/365; 365/360.

Задача 9

Первинна сума вкладу становить 200 тис. грн. Визначити суму вкладу через 5 років для випадку, коли відсотки нараховуватимуться неперервно.

Задача 10

Визначити, під яку ставку процентів вигідніше розмістити капітал у сумі 10 млн. грн. од. на три роки під 40% річних простого нарахування чи 35% річних щоквартального складного нарахування.

Задача 11

Слід визначити таку ставку відсотків за складним нарахуванням, яка б забезпечила отримання такого ж результату як і при 30% річних простого нарахування.

Задача 12

Капітал, отриманий в кредит, вкладений під ставку 22% складного нарахування. Для розрахунку з кредиторами необхідно сплатити 30 млн. грн.. через 2 роки або 36 млн. грн.. через 3 роки. Який варіант розрахунку з боргами кращий? Для відповіді на це запитання треба знайти ставку рівності і порівняти відомі ставки з отримано.

Задача 13

Якому обсягу коштів сьогодні еквівалентна сума 100 тис. грн., що її одержать через три роки (річний процент – 5%)?

Задача 14

Які кошти треба мати сьогодні, щоб через п'ять років повернути борг у сумі 500 тис. грн. (банківський депозитний процент у перші два роки – 3,5%, у наступні три роки – 5%)?

Задача 15

Визначити доцільність двох проектів: маючи 100 тис. грн., купити будинок, аби продати його через п'ять років за 120 тис. грн., чи покласти ці 100 тис. грн. у банк під 5% річних?

Задача 16

Організація міні-пекарні вартістю 40 тис. грн. має за прогнозованими розрахунками приносити упродовж п'яти років щорічний чистий прибуток у сумі 12 тис. грн. Чи доцільний цей проект?

Задача 17

Інвестор поклав у банк 500 грн. під 10% річних. Визначити величину суми вкладу через 4 роки.

Задача 18

Інвестор поклав у банк 1000 грн. під 15% річних. Визначити величину суми вкладу через 6 років.

Задача 19

Інвестор поклав у банк 500 грн. під 10% річних із щоквартальним нарахуванням відсотків. Визначити величину суми вкладу через 3 роки.

Задача 20

Визначити, яку суму необхідно пожити на депозит, щоб через 3 роки власник депозиту одержав 4 тис. грн., якщо ставка відсотку становить 12% річних.

Задача 21

Необхідно визначити теперішню вартість грошових коштів і суму дисконту за простими і складними відсотками за рік. Майбутня вартість грошових коштів визначена у розмірі 3000 грн.; для дисконтування використовується ставка складного відсотка, яка складає 20% щоквартально.

Задача 22

Перед інвестором постало питання розподілити 500 тисяч грн. на депозитних рахунках строком на 1 рік. Банк «Аваль» пропонує

інвестору виплачувати дохід за складними відсотками у розмірі 28% щоквартально; банк «Ажіо» – у розмірі 29% один раз на чотири місяці за складними відсотками; банк «Надра» – у розмірі 40% двічі на рік за складними відсотками; банк «Фінанси та кредит» в розмірі 100% один раз в рік. Який банк пропонує для інвестора найбільш вигідні умови розміщення коштів на депозитному рахунку?

Задача 23

Ви очікуєте грошовий дохід на суму 100 грн. протягом 3 років щорічно. Ставка дисконту – 10%. Необхідно визначити теперішню вартість цих доходів і загальний дисконт по простому і складному відсотку. Зробіть аналіз?

Задача 24

Інвестор дав позику у 10000 грн. асоціації підприємців на 6 місяців зі ставкою процента – 8% річних. Визначити: а) прості проценти (прибуток з капіталу); б) загальну суму (майбутню вартість) двома способами. Зробіть аналіз?

Задача 25

20000 грн. вкладено під 6% з піврічним компаундом на 11 років. Необхідно визначити майбутню вартість вкладу по простим і складним відсоткам. Зробіть аналіз?

Задача 26

Необхідно визначити майбутню вартість вкладу та суму складного відсотка за весь період інвестування за таких умов: початкова вартість вкладу – 2000 грн.; процентна ставка за весь період інвестування при розрахунку суми складного відсотка встановлена у розмірі 15% щоквартально; період інвестування – два роки. Зробіть аналіз?

Задача 27

За 20 років вартість грошей, вкладених під 8% при піврічному компаунді, досягла 20000 грн. Необхідно визначити поточну вартість вкладу по простим і складним відсоткам. Зробіть аналіз?

Задача 28

Є два варіанти вкладення інвестицій. По першому варіанту річна ставка доходу – 100%. По другому варіанту – 25% на квартал (по простому і складному відсотку). Початкова сума інвестицій – 10 тис. грн. Який варіант вкладень є доцільним?

Задача 29

5000 грн. вкладено під 4% зі щоквартальним нарахуванням на 6 років. Необхідно визначити майбутню вартість вкладу по простим і складним відсоткам. Зробіть аналіз?

Задача 30

За 10 років вартість грошей, вкладених під 5% при щорічному компаунді, досягла 4000 грн. Необхідно визначити поточну вартість вкладу по простим і складним відсоткам. Зробіть аналіз?

Задача 31

Підрахувати майбутню вартість 1000 грн., інвестованих на 2 роки зі ставкою процента 8% річних, з піврічним компаундом по простих і складних відсотках. Зробіть аналіз?

Задача 32

10000 грн. вкладено під 8% зі піврічним нарахуванням на 15 років. Необхідно визначити майбутню вартість вкладу по простим і складним відсоткам.

Задача 33

За 4 роки вартість грошей, вкладених під 8% при щоквартальному компаунді, досягла 8000 грн. Необхідно визначити поточну вартість вкладу по простим і складним відсоткам. Зробіть аналіз?

Задача 34

Перед інвестором стоїть завдання розмістити 100 млн. грн. на депозитний вклад терміном на 1 рік. Один банк пропонує інвестору виплачувати дохід по складним відсоткам в розмірі 23% в квартал; другий – в розмірі 30% один раз в чотири місяці; третій – в розмірі 45% два рази на рік; четвертий – в розмірі 100% один раз в рік. Розрахуйте майбутню вартість вкладу при різних умовах інвестування. Зробіть аналіз?

Задача 35

Які кошти треба мати сьогодні, щоб через 5 років повернути борг у 500 тис. грн. (банківський депозитний процент у перші два роки – 3,5%, у наступні три роки – 5%).

Задача 36

Інвестор бажає через три роки мати 13310 грн. Комерційний банк дає 10% річних. Яка сума грошей повинна бути вкладена в банк по простому і складному відсотку?

Задача 37

Необхідно визначити суму простого відсотка за рік при наступних умовах: початкова сума внеску – 1000 у.о.; відсоткова ставка, яка виплачується щоквартально, - 20%.

Задача 38

Необхідно визначити суму дисконту по простому відсотку за рік при наступних умовах: кінцева сума вкладу визначена в розмірі 1000 у.о.; дисконтна ставка складає 20% в квартал.

Задача 39

Треба визначити доцільність двох проектів. Маючи 100 тис. грн., купити дім з метою його продажу через 5 років за 120 тис. грн., чи покласти ці 100 тис. грн. у банк під 5% річних?

Задача 40

Приміщення здається в оренду на 5 років. Орендні платежі вносяться у розмірі 10 тис. грн.. орендаром щорічно в кінці року в банк на рахунок власника компанії. Банк нараховує на ці суми 20% річних. Визначити суму, яку одержить власник компанії в кінці строку оренди, при умові, якщо гроші з рахунку не знімалися.

Задача 41

Фірма передбачає створити протягом 3-х років фонд інвестування у розмірі 150 тис. грн.. фірма має можливість асигнувати на це щорічно 41,2 тис. грн., розміщуючи їх під 20% річних. Яка сума потрібна фірмі для створення фонду у розмірі 150 тис. грн.. якщо вона помістила б її у банк одночасно на 3 роки під 20% річних?

Задача 42

Інвестор планує вкладати \$6000 в анuitет у кінці кожного року впродовж 15 років. Якщо проценти в розмірі 19% нараховуються щорічно, то яку суму через 15 років може одержати інвестор?

Задача 43

Інвестор планує вкладати \$4000 в анuitет на початку кожного року впродовж 10 років. Визначте суму, яку отримає інвестор через 10 років за умови, що проценти нараховуються щорічно в розмірі 16%.

Задача 44

Корпорація через 10 років необхідно покрити витрати за випуск облігацій у сумі \$10000000. Вона створює для цього фонд відшкодування і сподівається отримувати 12% 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?

Задача 45

Корпорація розраховує отримати наступні грошові потоки від вкладення інвестицій: рік 1 – \$6000, рік 2 – \$8000, рік 3 – \$10000, рік 4 – \$12000. Необхідна ставка прибутковості інвестицій – 14%. Визначте теперішню вартість грошових потоків від інвестицій.

Задача 46

Корпорація розраховує отримувати грошові надходження від впровадження нового проекту \$8000 щорічно упродовж 5 років. Знайдіть теперішню вартість грошей, яку отримає корпорація, якщо ставка дисконту 16%.

Задача 47

Позичальнику потрібні \$60000 для подальшого інвестування. Банк надає позичку на 20 років під 16% річних з рівними щорічними платежами в кінці року. Знайдіть суму, яку повинен сплачувати позичальник у кінці кожного року.

Задача 48

Якщо річна процентна ставка дорівнює 14%, то якою буде теперішня вартість перпетуїтета \$2000?

Задача 49

Капітал, отриманий в кредит, вкладений під ставку 24% р.а. складного нарахування. Для розрахунку з кредиторами необхідно сплатити 40 млн. грн. через 3 роки або 42 млн. грн. через 4 роки. Який варіант розрахунку з боргами кращий?

Задача 50

Необхідно визначити реальну майбутню вартість грошових коштів, що інвестуються, за таких умов: обсяг інвестицій – 200 тис. грн.; період інвестування – два роки; використана ставка процента з урахуванням інфляції – 30% за рік; очікуваний темп інфляції за рік – 20%.

Задача 51

Необхідно визначити реальну майбутню вартість грошових коштів, що інвестуються, за таких умов: обсяг інвестицій – 600 тис. грн.; період інвестування – два роки; використана ставка процента з урахуванням інфляції – 20% за рік; очікуваний темп інфляції за рік – 15%.

Задача 52

Необхідно визначити реальну майбутню вартість грошових коштів, що інвестуються, за таких умов: обсяг інвестицій – 150 тис. грн.; період інвестування – два роки; використана ставка процента з урахуванням інфляції – 35% за рік; очікуваний темп інфляції за рік – 25%.

Задача 53

Темпи інфляції згідно з прогнозом – 10%, а ми розраховуємо отримати прибуток у розмірі 120 тис. грн.

Визначити реальний прибуток від цього інвестиційного рішення.

Задача 54

Темпи інфляції згідно з прогнозом – 17%, а ми розраховуємо отримати прибуток у розмірі 190 тис. грн..

Визначити реальний прибуток від цього інвестиційного рішення.

Задача 55

Є бажання вкласти 100 тис. грн. під 15% річних. Скільки можна отримати коштів у кінці року при відсутності інфляції? Визначте розмір цих коштів. Чи вигідно вкладати гроші при інфляції 10%? Під який процент вигідно вкласти ці гроші?

Задача 56

Є бажання вкласти 300 тис. грн. під 20% річних. Скільки можна отримати коштів у кінці року при відсутності інфляції? Визначте розмір цих коштів. Чи вигідно вкладати гроші при інфляції 15%? Під який процент вигідно вкласти ці гроші?

Задача 57

Визначити, як буде змінюватись кредитоспроможність комерційного банку та інвестиційна активність, якщо резервна норма становить 10, 20, 25 і 30%, а фактичні резерви – 55 млн. грн.

Задача 58

Є бажання вкласти 300 тис. грн. у будівництво господарського об'єкта. За яких умов ці інвестиції будуть доцільними, якщо прогнозовані темпи інфляції становитимуть: 8%; 10%; 15%. Який повинен бути підхід до цього? Зробити висновок.

Задача 59

Є бажання вкласти 600 тис. грн. у будівництво господарського об'єкта. За яких умов ці інвестиції будуть доцільними, якщо прогнозовані темпи інфляції становитимуть: 16%; 20%; 25%. Який повинен бути підхід до цього? Зробити висновок.

Задача 60

Необхідна грошова ставка – 12%. Очікуваний темп інфляції – 5%. Інвестиції мають довгостроковий характер. Чому буде дорівнювати реальна ставка доходу?

Задача 61

Необхідна грошова ставка – 15%. Очікуваний темп інфляції – 12%. Інвестиції мають довгостроковий характер. Чому буде дорівнювати реальна ставка доходу?

Задача 62

Необхідно розрахувати реальну річну процентну ставку на майбутній рік виходячи з таких даних:

- номінальна річна процентна ставка по опціонних і ф'ючерських операціях на фондовій біржі на майбутній рік склалася в розмірі 19 %;
- прогнозований річний темп інфляції становить 7%.

Задача 63

Необхідно розрахувати реальну річну процентну ставку на майбутній рік виходячи з таких даних:

- номінальна річна процентна ставка по опціонних і ф'ючерських операціях на фондовій біржі на майбутній рік склалася в розмірі 21 %;
- прогнозований річний темп інфляції становить 12%.

Задача 64

Визначити номінальну майбутню вартість внеску з урахуванням фактора інфляції за таких умов:

- первісна сума внеску становить 1000 грн.;
- реальна річна процентна ставка, використовувана для нарощування вартості внеску – 20 %;
- прогнозований річний темп інфляції – 12%;
- загальний період розміщення внеску – 3 роки при нарахуванні відсотка один раз на рік.

Задача 65

Визначити номінальну майбутню вартість внеску з урахуванням фактора інфляції за таких умов:

- первісна сума внеску становить 3000 грн.;
- реальна річна процентна ставка, використовувана для нарощування вартості внеску – 20 %;
- прогнозований річний темп інфляції – 12%;
- загальний період розміщення внеску – 5 років при нарахуванні відсотка один раз на квартал.

Задача 66

Необхідно визначити реальну вартість коштів за таких умов:

- очікувана номінальна майбутня вартість грошових коштів – 1000 грн.;

- реальна процентна ставка, використовувана в процесі дисконтування вартості – 20% на рік;
- прогнозований річний темп інфляції – 12 %;
- період дисконтування – 3 роки, а його інтервал – 1 рік.

Задача 67

Необхідно визначити реальну вартість коштів за таких умов:

- очікувана номінальна майбутня вартість грошових коштів – 3000грн;
- реальна процентна ставка, використовувана в процесі дисконтування вартості – 20% на рік;
- прогнозований річний темп інфляції – 12 %;
- період дисконтування – 6 років, а його інтервал – квартал.

Задача 68

Розрахувати розмір річної інфляційної премії, загальну номінальну суму необхідного доходу і необхідного рівня прибутковості інвестиційних операцій з урахуванням фактора інфляції за таких умов:

- первісна вартість грошових коштів – 1000 грн.;
- прогнозований річний темп інфляції – 12%.

Задача 69

Розрахувати розмір річної інфляційної премії, загальну номінальну суму необхідного доходу і необхідного рівня прибутковості інвестиційних операцій з урахуванням фактора інфляції за таких умов:

- первісна вартість грошових коштів – 5000 грн.;
- прогнозований річний темп інфляції – 15%.

Задача 70

Варіанти проектів	Середньоквадратичне відхилення	Середній очікуваний дохід по проекту	Коефіцієнт варіації
Проект "А"	150	450	
Проект "Б"	221	450	
Проект "В"	318	600	

Який проект менш ризиковий? Зробіть аналіз.

Задача 71

Можливі значення кон'юнктури інвестиційного ринку	Інвестиційний проект «А»			Інвестиційний проект «Б»		
	Розрахунковий дохід, млн. грн.	Значення імовірності	Сума очікуваних доходів, млн. грн.	Розрахунковий дохід, млн. грн.	Значення імовірності	Сума очікуваних доходів, млн. грн.
Висока	600	0,25		800	0,20	
Середня	500	0,50		450	0,60	
Низька	200	0,25		100	0,20	
У цілому	-	1,0		-	1,0	

Визначте, який інвестиційний проект менш ризиковий та більш прибутковий? Зробіть аналіз.

Задача 72

Можливі значення кон'юнктури інвестиційного ринку	Інвестиційний проект «А»			Інвестиційний проект «Б»		
	Розрахунковий дохід, млн. грн.	Значення імовірності	Сума очікуваних доходів, млн. грн.	Розрахунковий дохід, млн. грн.	Значення імовірності	Сума очікуваних доходів, млн. грн.
Висока	800	0,25		1000	0,20	
Середня	700	0,50		650	0,60	
Низька	400	0,25		300	0,20	
У цілому	-	1,0		-	1,0	

Визначте, який інвестиційний проект менш ризиковий та більш прибутковий? Зробіть аналіз.

Задача 73

Варіанти проектів	Середньоквадратичне відхилення	Середній очікуваний дохід по проекту	Коефіцієнт варіації
Проект "А"	170	500	
Проект "Б"	250	450	
Проект "В"	300	700	

Який проект менш ризиковий? Зробіть аналіз.

Задача 74

Розрахувати рівень премії за ризик по трьох видах акцій. Зробіть аналіз.

Акції	Середня норма дохідності на фондовому ринку, %	Норма дохідності по без ризикових операціях на фондовому ринку, %	β – коефіцієнт по акціях	Рівень премії за ризик, %
Акція 1	12,0	5,0	0,8	
Акція 2	12,0	5,0	1,0	
Акція 3	12,0	5,0	1,2	

Задача 75

Розрахувати рівень премії за ризик по трьох видах акцій. Зробіть аналіз.

Акції	Середня норма дохідності на фондовому ринку, %	Норма дохідності по без ризикових операціях на фондовому ринку, %	β – коефіцієнт по акціях	Рівень премії за ризик, %
Акція 1	24,0	7,0	0,6	
Акція 2	24,0	7,0	0,8	
Акція 3	24,0	7,0	1,2	

Задача 76

Розрахувати рівень премії за ризик по трьох видах акцій. Зробіть аналіз.

Акції	Середня норма дохідності на фондовому ринку, %	Норма дохідності по без ризикових операціях на фондовому ринку, %	β – коефіцієнт по акціях	Рівень премії за ризик, %
Акція 1	24,0	8,0	1,0	
Акція 2	20,0	7,0	0,8	
Акція 3	26,0	9,0	1,2	

Задача 28

Виходячи із ціни котирування на фондовому ринку трьох акцій і результатів розрахунку премії за ризик по них (див. задачу 75), визначити суму цієї премії по кожній акції.

Акції	Ціна котирування акцій на фондовому ринку, грн	Рівень премії за ризик	Сума премії за ризик %
Акція 1	100		
Акція 2	70		
Акція 3	90		

Задача 29

Виходячи із ціни котирування на фондовому ринку трьох акцій і результатів розрахунку премії за ризик по них (див. задачу 76), визначити суму цієї премії по кожній акції.

Акції	Ціна котирування акцій на фондовому ринку,	Рівень премії за ризик	Сума премії за ризик %
Акція 1	120		
Акція 2	90		
Акція 3	110		

Задача 30

Необхідно визначити майбутню вартість вкладу з урахуванням фактора ризику за таких умов: початкова сума вкладу становить 1000 грн., норма дохідності по без ризикових операціях на інвестиційному ринку – 5%. Рівень премії за ризик визначений в розмірі 7%, а загальний період розміщення вкладу становить 3 роки при нарахуванні відсотків один раз на рік.

Задача 31

Необхідно визначити майбутню вартість вкладу з урахуванням фактора ризику за таких умов: початкова сума вкладу становить 3000 грн., норма дохідності по без ризикових операціях на інвестиційному ринку – 7%. Рівень премії за ризик визначений в розмірі 9%, а загальний період розміщення вкладу становить 5 років при нарахуванні відсотків один раз в квартал.

Задача 32

Необхідно визначити теперішню вартість грошових коштів з урахуванням фактора ризику за таких умов:

- очікувана майбутня вартість грошових коштів – 1000 грн.;

- норма дохідності по безризикових операціях на фінансовому ринку 5%;
- рівень премії за ризик визначений у розмірі 7%;
- період дисконтування становить 3 роки, а його інтервал – 1 рік.

Задача 33

Необхідно визначити теперішню вартість грошових коштів з урахуванням фактора ризику за таких умов:

- очікувана майбутня вартість грошових коштів – 3000 грн.;
- норма дохідності по безризикових операціях на фінансовому ринку 7%;
- рівень премії за ризик визначений у розмірі 9%;
- період дисконтування становить 5 років, а його інтервал – півріччя.

Задача 34

Необхідно визначити майбутню вартість інструмента з урахуванням чинника ліквідності за таких умов:

- вартість придбання інструмента інвестування становить 1000 грн.;
- середньорічна норма дохідності по інвестиційних інструментах з абсолютною ліквідністю – 20%;
- необхідний рівень премії за ліквідність, який визначений по аналізованому інструменту інвестування – 2%;
- загальний період, що планується для використання даного інструмента інвестування – 2 роки, при передбачуваних виплатах поточного доходу по ньому один раз на рік.

Задача 35

Необхідно визначити майбутню вартість інструмента з урахуванням чинника ліквідності за таких умов:

- вартість придбання інструмента інвестування становить 5000 грн.;
- середньорічна норма дохідності по інвестиційних інструментах з абсолютною ліквідністю – 15%;
- необхідний рівень премії за ліквідність, який визначений по аналізованому інструменту інвестування – 4%;

- загальний період, що планується для використання даного інструмента інвестування – 4 роки, при передбачуваних виплатах поточного доходу по ньому один раз у півроку.

Задача 36

Потрібно визначити теперішню вартість грошових коштів з урахуванням фактора ліквідності за таких умов:

- очікувана майбутня вартість даного інструмента інвестування 1000грн;
- середньорічна норма дохідності по інвестиційних, інструментах з абсолютною ліквідністю – 20%;
- необхідний рівень премії за ліквідність, що визначений по даному інструменту інвестування – 2%;
- загальний період наміченого використання даного інструмента інвестування – 3 роки, при виплатах поточного доходу по ньому один раз на рік.

Задача 37

Потрібно визначити теперішню вартість грошових коштів з урахуванням фактора ліквідності за таких умов:

- очікувана майбутня вартість даного інструмента інвестування 5000грн;
- середньорічна норма дохідності по інвестиційних, інструментах з абсолютною ліквідністю – 15%;
- необхідний рівень премії за ліквідність, що визначений по даному інструменту інвестування – 3%;
- загальний період наміченого використання даного інструмента інвестування – 4 роки, при виплатах поточного доходу по ньому один раз в квартал.

Розділ III. УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

- 3.1. Економічна сутність реальних інвестицій.
- 3.2. Форми реальних інвестицій підприємства та їхня характеристика.
- 3.3. Політика управління реальними інвестиціями підприємства.
- 3.4. Об'єкти реальних інвестицій.
- 3.5. Оцінка об'єктів реальних інвестицій.

Основні поняття: реальні інвестиції, нетто-інвестиції, реінвестиції, бруто-інвестиції, капітальне інвестування, інноваційне інвестування, інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів, політика управління реальними інвестиціями, капітальний бюджет, календарний графік реалізації інвестиційного проекту, обґрунтована ринкова вартість, ліквідаційна вартість, фондовіддача, фондоємність.

3.1. Економічна сутність реальних інвестицій

Вельми суперечливим є ставлення науковців до суті реальних інвестицій. Один із центральних моментів цієї суперечливості полягає у відношенні до оборотних і нематеріальних активів як об'єкту реальних інвестицій. Запропоновано визначення, яке трактує реальні інвестиції не тільки з точки зору відтворювальної функції, а й з фінансової, а також з точки зору забезпечення конкурентоспроможності:

Реальні інвестиції – це стратегічна відповідь підприємства на фактор зовнішніх можливостей за допомогою акумуляції грошових, майнових та інтелектуальних цінностей з наступним їх спрямуванням на оновлення і розширення основних фондів, що підлягають амортизації.

Реалізація стратегії економічного розвитку підприємства неможлива без її інвестиційної підтримки, а саме без здійснення реальних інвестицій. На більшості підприємств реальне інвестування є основною формою інвестиційної діяльності.

Реальні інвестицій (інвестиції в реальний сектор) – окреме економічне поняття, яке характеризує вкладення капіталу в будь-яку галузь економіки, результатом чого є утворення нового або збільшення існуючого капіталу та не є тотожним з поняттям «капітальні інвестиції».

У системі національних рахунків України статистика капітальних вкладень включає лише матеріальні витрати та не враховує найважливіші інвестиції в інноваційну діяльність, наукові дослідження. Подібний підхід, при якому в інвестиції включаються лише безпосередньо матеріальні компоненти, не дозволяє чітко визначити дійсний обсяг інвестицій.

Таким чином, під реальними інвестиціями розуміються економічні ресурси, що направляються на збільшення реального капіталу суспільства, тобто на розширення та модернізацію.

Необхідною умовою розвитку економіки держави є інвестування в основний капітал, який умовно можна поділити на основні засоби, нематеріальні активи і фінансові інвестиції. *Основні засоби* — це засоби праці, які беруть участь у багатьох виробничих циклах, зберігаючи при цьому свою натуральну форму, а їхня вартість поступово переходить на виготовлений товар у міру їх зносу (амортизації).

Нарощування інвестиційних ресурсів, збільшення частки капітальних вкладень у валовому внутрішньому продукті, поліпшення структури джерел інвестицій та напрямів їх вкладення, вирішення проблеми активізації інвестиційної діяльності мають стратегічне значення в управлінні економікою в цілому.

Інвестиційний процес є одним із найважливіших факторів економічного зростання в країні та одночасно загальним показником соціально-економічного розвитку держави. Особливістю інвестиційної діяльності в Україні є суттєвий дефіцит фінансових ресурсів.

Аналізуючи реалії української економіки, можна зробити висновки, що причинами погіршення її економічного стану є спроба штучно перенести зарубіжні економічні моделі на українську дійсність та відсутність системного підходу в проведенні ринкових реформ. В інвестиційному комплексі накопичилось багато нерозв'язаних питань, що обмежують розвиток економіки, впливають на розміщення продуктивних сил, гальмують науково-технічний прогрес. Для здійснення трансформаційних процесів необхідні відповідні інвестиції, які забезпечать просте і розширене відтворення.

Найчастіше під «реальними інвестиціями» розуміють ті економічні ресурси, які направляються на збільшення реального капіталу суспільства, тобто на розширення або модернізацію виробничого процесу.

Реальні інвестиції на промислових підприємствах на сучасному етапі необхідні, перш за все, для досягнення таких цілей: технічного переозброєння підприємств; розширення і розвитку високоефективних сфер діяльності; забезпечення інноваційного розвитку підприємств з використанням сучасних науково-технічних досягнень; проведення маркетингових операцій; підвищення якості і конкурентоспроможності продукції; поповнення оборотних коштів; охорони навколишнього середовища; розвитку соціальної сфери та підвищення якості трудового життя персоналу (див. рис. 3.1).

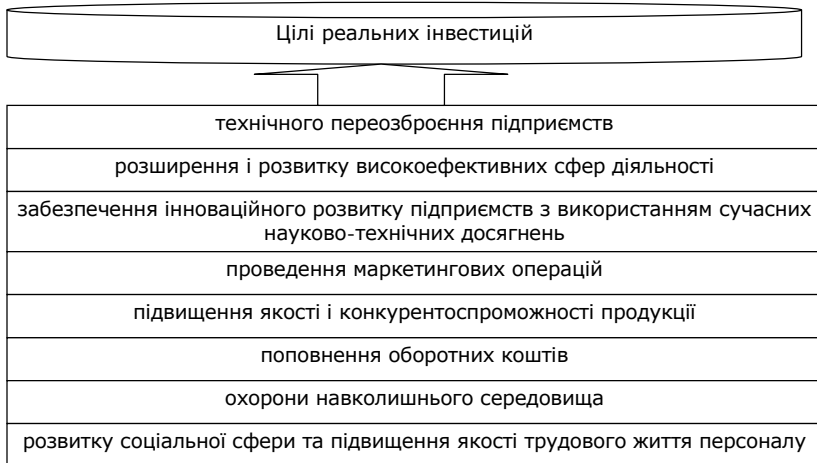


Рис. 3.1. Цілі реальних інвестицій

Найбільше на виробничу структуру основних фондів впливають такі фактори:

- 1) виробничі та матеріально-технічні особливості галузі;
- 2) науково-технічний прогрес і зумовлений ним технічний рівень виробництва;
- 3) форми суспільної праці виробництва;
- 4) структура капітальних вкладень у створення нових основних фондів;
- 5) вартість будівництва виробничих об'єктів і рівень цін на технологічне устаткування;
- 6) територіальне розміщення підприємства;
- 7) форма власності підприємства (див. рис. 3.2).



Рис. 3.2. Фактори впливу на виробничу структури основних фондів

Витрати, що формують реальні інвестиції, неоднакові на різних підприємствах. Наприклад, власник гончарної майстерні розглядає можливість купівлі за 3 тис. дол. США нової печі для випалу кераміки. З цього приводу виникає низка питань:

- скільки коштуватиме експлуатація нової печі порівняно зі старою;
- як вона збільшить виробничі можливості майстерні;
- чи буде нова піч надійнішою;
- чи допоможе вона поліпшити якість кераміки, що виробляється

тощо.

Здійснення процесу реального інвестування характеризується наступними особливостями:

1. Інвестування – головна стратегія економічного розвитку підприємства;
2. Реальне інвестування тісно пов'язано з операційною діяльністю;
3. Реальні інвестиції забезпечують вищий прибуток ніж фінансові операції;
4. Реальні інвестиції піддаються високому ризику морального старіння;
5. Реальні інвестиції є найменш ліквідними серед інших;

6. Реальні інвестиції мають високий ступінь протиінфляційного захисту;

7. Реальні інвестиції забезпечують підприємству стійкий грошовий потік.

Реальні інвестиції можуть виступати також у вигляді (див. рис. 3.3):

1. Нетто-інвестицій, або початкових інвестицій, які здійснюються на основі проекту або при купівлі підприємства (фірми);

2. Реінвестицій (знову вивільнені інвестиційні ресурси, які використовуються на придбання нових засобів виробництва).

3. Брутто-інвестиції – це нетто-інвестиції разом із реінвестиціями утворюють



Рис. 3.3. Склад реальних інвестицій

В економічній літературі прийнято розрізняти такі види реальних інвестицій:

1. Чисті реальні інвестиції – це ті, які направляються на збільшення основного капіталу та утворення нових основних та частини оборотних фондів як виробничого, так і не виробничого призначення;

2. Валові реальні інвестиції відрізняються від "чистих" на величину одноразових витрат, які забезпечують просте відтворення. Крім того, реальні інвестиції в формі капітальних вкладень включають в себе такі елементи "валових" інвестицій, як витрати на накопичення та реновацію основних фондів і накопичення оборотних фондів у частині приросту незавершеного будівництва.

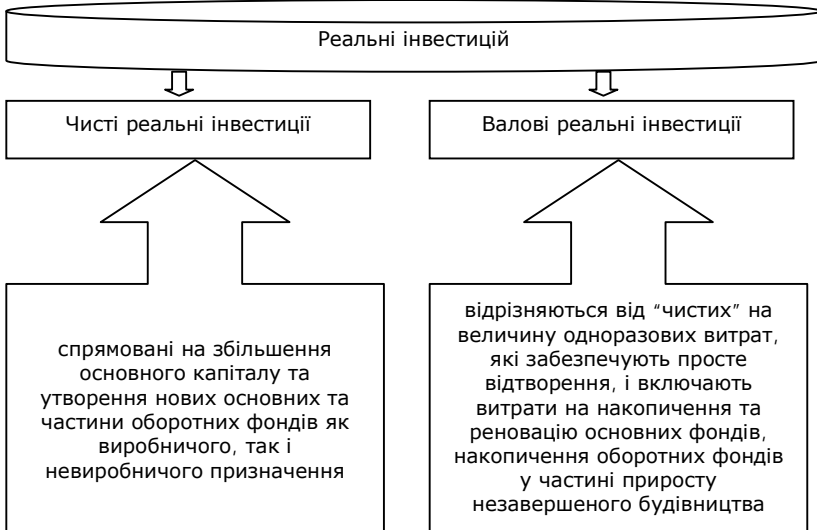


Рис. 3.4 Види реальних інвестицій

Розглянемо напрямки здійснення вкладення реальних інвестицій, відносно оточення підприємства (див. рис. 3.5)

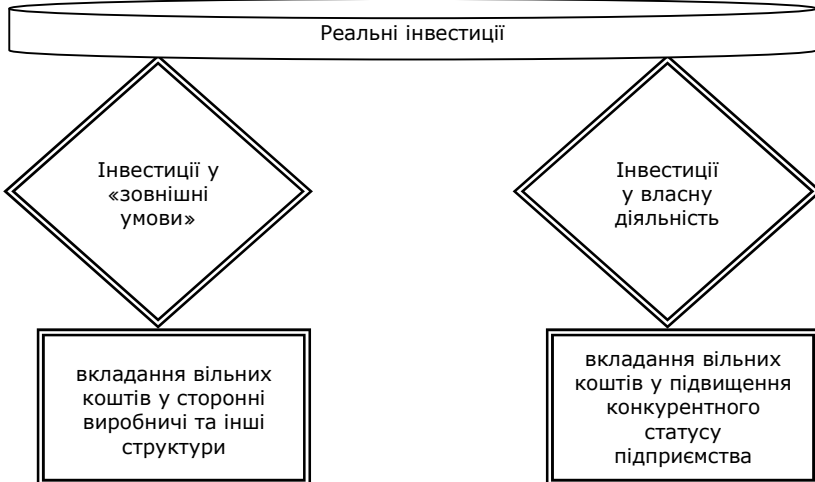


Рис. 3.5 Напрямки здійснення вкладення реальних інвестицій, відносно оточення підприємства

Реальне інвестування має ряд особливостей, які обумовлені економічною потребою їх здійснення, а саме:

1. Процес стратегічного розвитку підприємства є сукупністю реалізованих інвестиційних проєктів, які пов'язані з успішним проникненням на товарні і регіональні ринки, збільшенням операційних активів і зростання ефективності їх використання, підвищенням ринкової вартості підприємств;

2. Тісний зв'язок з операційною діяльністю через необхідність забезпечення збільшення обсягів виробництва та реалізації продукції, розширення асортименту і підвищення її якості, зменшення операційних витрат тощо;

3. Здатність генерувати більшу ніж фінансове інвестування норму прибутку, що є одним із спонукальних мотивів до підприємницької діяльності в реальному секторі економіки;

4. Здатність до створення стійкого чистого грошового потоку навіть в ті періоди, коли операційна діяльність в існуючих формах не дає підприємству прибутку і він може формуватись тільки за рахунок введення нових активів;

5. Високий ступінь ризиків морального старіння при високих темпах НТП в галузі;

6. Високий ступінь захисту від інфляції;

7. Відносно низька ліквідність через вузько цільове спрямування проєктів.

Усі вище згадані інвестиції у реальні активи найчастіше здійснюються у вигляді реального інвестиційного проєкту.

3.2. Форми реальних інвестицій підприємства та їхня характеристика

Реальні інвестиції здійснюються підприємствами в різноманітних формах, основними з яких є:

1. Придбання цілісних майнових комплексів являє собою інвестиційну операцію великих підприємств, що забезпечує галузеву, товарну чи регіональну диверсифікацію їхньої діяльності. Ця форма реальних інвестицій забезпечує зазвичай «ефект синергізму», який полягає в зростанні сукупної вартості активів обох

підприємств (порівняно з їхньою балансовою вартістю) за рахунок можливостей більш ефективного використання їх загального фінансового потенціалу, взаємодоповнення технологій і номенклатури продукції, що випускається, можливостей зниження рівня операційних витрат, спільного використання збутової мережі на різних регіональних ринках і т. ін.

2. Нове будівництво являє собою інвестиційну операцію, що пов'язана з будівництвом нового об'єкта із закінченим технологічним циклом по індивідуально розробленому чи типовому проекту на територіях, які для цього спеціально відводяться. До нового будівництва підприємство вдається при кардинальному збільшенні обсягів своєї операційної діяльності в майбутньому періоді, її галузевій, товарній чи регіональній диверсифікації (створенні філій, дочірніх підприємств і т. ін.).

3. Перепрофілювання діяльності (виробництва) реалізується через інвестиційну операцію, яка забезпечує повну зміну технологій виробничого процесу щодо випуску нової продукції.

4. Реконструкція пов'язана з істотним перетворенням усього виробничого процесу на підприємстві на основі сучасних науково технічних досягнень, її здійснюють відповідно до комплексного плану реконструкції підприємства з метою радикального збільшення його виробничого потенціалу, істотного підвищення якості продукції, що випускається, впровадження ресурсозберігаючих технологій і т. ін. У процесі реконструкції може здійснюватися розширення окремих виробничих будинків і приміщень (якщо нове технологічне обладнання не може бути розміщене в діючих приміщеннях); будівництво нових будинків і споруд того ж призначення замість ліквідованих на території діючого підприємства, подальша експлуатація яких з технологічних чи економічних причин визнана недоцільною.

5. Модернізація, як інвестиційна операція, пов'язана з удосконалюванням і приведенням активної частини виробничих основних засобів у стан, що відповідає сучасному рівню технологічних процесів, шляхом конструктивних змін основного парку машин, механізмів і устаткування, використовуваних підприємством у процесі операційної діяльності.

6. Оновлення окремих видів устаткування обумовлено необхідністю заміни (у зв'язку з фізичним зносом) чи доповнення (у зв'язку зі зростанням обсягів діяльності, з необхідністю підвищення продуктивності праці) наявного парку устаткування окремими новими їх видами, що не змінюють загальної схеми здійснення технологічного процесу. Оновлення окремих видів устаткування характеризує в основному процес простого відтворення активної частини виробничих основних засобів.

7. Інноваційне інвестування в нематеріальні активи спрямоване на використання в операційному та іншому видах діяльності підприємства нових наукових і технологічних знань з метою досягнення комерційного успіху. Інноваційні інвестиції в нематеріальні активи здійснюються в двох основних формах:

- a) шляхом придбання готової науково-технічної продукції та інших прав (придбання патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки; придбання ноу-хау; ліцензій на франчайзинг і т.п.);
- b) шляхом розробки нової науково-технічної продукції як в рамках самого підприємства, так і на його замовлення відповідними інжиніринговими фірмами. Здійснення інноваційного інвестування в нематеріальні активи дозволяє суттєво підвищити технологічний потенціал підприємства у всіх сферах його господарської діяльності.

8. Інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів спрямоване на розширення обсягу використовуваних операційних обігових активів підприємства, що забезпечує необхідну пропорційність (збалансованість) розвитку необоротних та оборотних операційних активів у результаті здійснення інвестиційної діяльності. Необхідність цієї форми інвестування пов'язана з тим, що будь-яке розширення виробничого потенціалу, забезпечуване раніше розглянутими формами реального інвестування, визначає можливість випуску додаткового обсягу продукції. Однак ця можливість може бути реалізована тільки при відповідному збільшенні обсягу використання матеріальних оборотних активів окремих видів (запасів сировини, матеріалів, напівфабрикатів, малоцінних і швидкозношуваних предметів і т. ін.) (див. рис. 3.6).

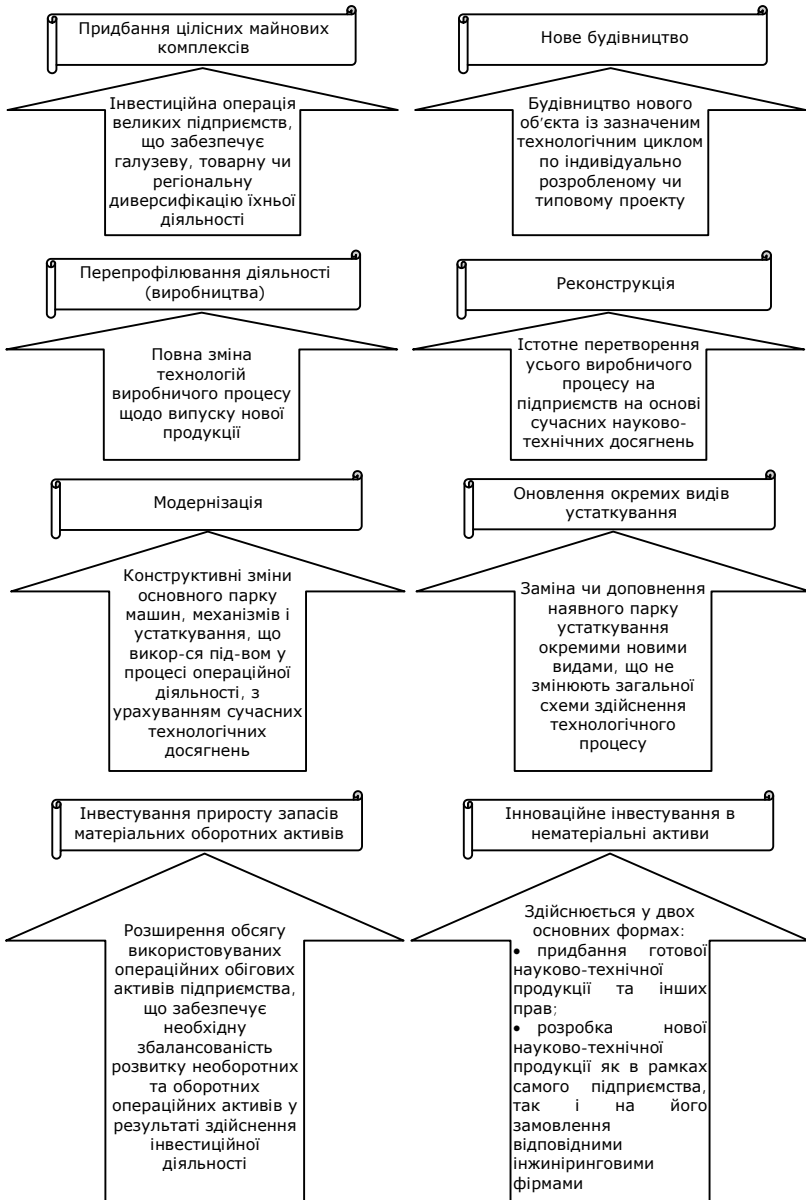


Рис. 3.6. Форми реальних інвестицій підприємства

З огляду на це капітальні інвестиції класифікуються за такими ознаками.

1. За призначенням створюваних об'єктів:
 - на виробничі капітальні вкладення, об'єктом інвестування яких є основні фонди виробничого призначення: будівлі, споруди, машини й устаткування;
 - невиробничі капітальні вкладення, які спрямовані на відтворення невиробничих основних фондів: бібліотеки, соціально-культурні об'єкти тощо.
2. За напрямками використання:
 - на нове будівництво — створення виробничих потужностей на нових територіях і за новими проектами: спорудження філій діючих підприємств, окремих виробництв, що по завершенню будівництва переводяться на самостійний баланс;
 - реконструкцію, тобто переоснащення діючих цехів, виробництв, яке здійснюється за єдиним комплексним проектом реконструкції підприємства в цілому;
 - технічне переоснащення, що є комплексом заходів, спрямованих на підвищення техніко-економічного рівня виробництва шляхом механізації, автоматизації виробничого процесу, впровадження прогресивних технологій та ноу-хау, заміни фізично і морально застарілого обладнання;
 - розширення виробництва, тобто розширення діючих виробничих підрозділів основного і допоміжного призначення.
3. За джерелами фінансування:
 - на централізовані інвестиції, які здійснюються за рахунок державного бюджету і державного кредиту;
 - децентралізовані інвестиції, для яких характерні самофінансування, прибуток, прискорена амортизація, кредит, лізинг, емісія цінних паперів (облігацій, акцій), кошти працівників.
4. За складовими елементами:
 - на будівельні роботи: зведення, розширення будинків і споруд, установлення фундаментів, опорних конструкцій під устаткування, підготовлення призначеної під забудову території;
 - бурові роботи: експлуатаційне і розвідувальне буріння нафтових і газових свердловин;

- монтажні роботи збирання й устанавлення технологічного, енергетичного, підйомно-транспортного й іншого устаткування;
- устаткування, інструменти й інвентар тощо.

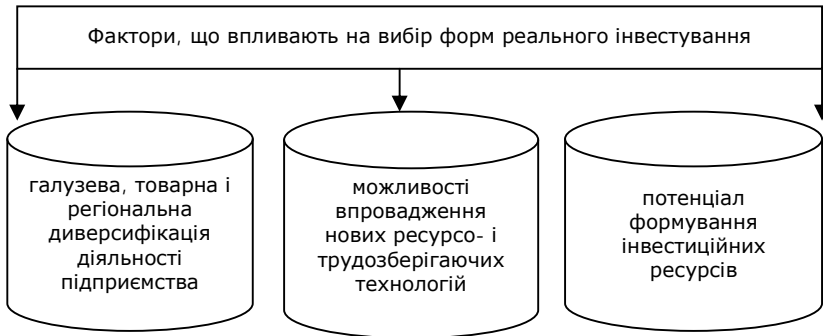


Рис. 3.7. Фактори, що впливають на вибір форм реального інвестування

Галузева структура реальних інвестицій визначається розміщенням капітальних вкладень (централізованих і децентралізованих) в окремі галузі народного господарства країни. Прогресивним і раціональним способом поліпшення цієї структури є збільшення абсолютних і відносних розмірів інвестицій в основний капітал прогресивних і базових галузей промисловості та народного господарства в цілому. Держава за допомогою впровадження передових і ресурсозберігаючих технологій та економічних видів устаткування у цих галузях може впливати на стабілізацію економічної ситуації загалом.

Територіальна структура реальних інвестицій виявляється у вкладанні коштів в основний капітал підприємств окремих регіонів країни. Держава має забезпечувати рівномірний економічний розвиток регіонів шляхом бюджетного фінансування та кредитування регіональних програм і створення вільних економічних зон.

Відтворювальна структура реальних інвестицій відображається у розподілі капітальних вкладень за формами відтворення основних фондів. За переходу економіки на інтенсивний шлях розвитку важливого значення набувають капітальні вкладення у реконструкцію, технічне переоснащення і розширення діючих підприємств.

За неможливості чи економічної недоцільності розв'язання проблем регіонів вказаним вище способом, інвестиції спрямовують у нове будівництво. Однак для конкретних робіт пріоритетність того чи іншого

шляху може варіюватися. Наприклад, інвестування нового будівництва неминуче у разі створення нових галузей і виробництв, а також у процесі освоєння природних багатств.

Технологічна структура реальних інвестицій виявляється у співвідношенні між основними складовими витрат на устаткування, будівельно-монтажні та інші капітальні роботи, її поліпшення (збільшення частки вкладень в активну частку основних фондів) має важливе значення для підвищення ефективності суспільного виробництва.

3.3. Політика управління реальними інвестиціями підприємства

Специфічний характер реального інвестування та його форм обумовлюють певні особливості його здійснення на підприємстві. При високій інвестиційній активності підприємства з метою підвищення ефективності управління реальними інвестиціями розробляється спеціальна політика.

Політика управління реальними інвестиціями являє собою частину загальної інвестиційної стратегії підприємства, що забезпечує підготовку, оцінку і реалізацію найбільш ефективних реальних інвестиційних проектів.

Розглянемо основні етапи управління реальними інвестиціями підприємства (див. рис. 3.8)

Процес формування політики управління реальними інвестиціями підприємства здійснюється в розрізі наступних основних етапів:

1. Аналіз стану реального інвестування в попередньому періоді спрямований на оцінку рівня інвестиційної активності підприємства в попередньому періоді і ступеня завершеності розпочатих раніше реальних інвестиційних проектів та програм.

На першій стадії аналізу досліджується динаміка загального обсягу інвестування капіталу в приріст реальних активів, питома вага реального інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства в перед плановому періоді.

На другій стадії аналізу розглядається ступінь реалізованості окремих інвестиційних проектів і програм, рівень освоєння інвестиційних ресурсів, що передбачені для цього, у розрізі об'єктів реального інвестування.

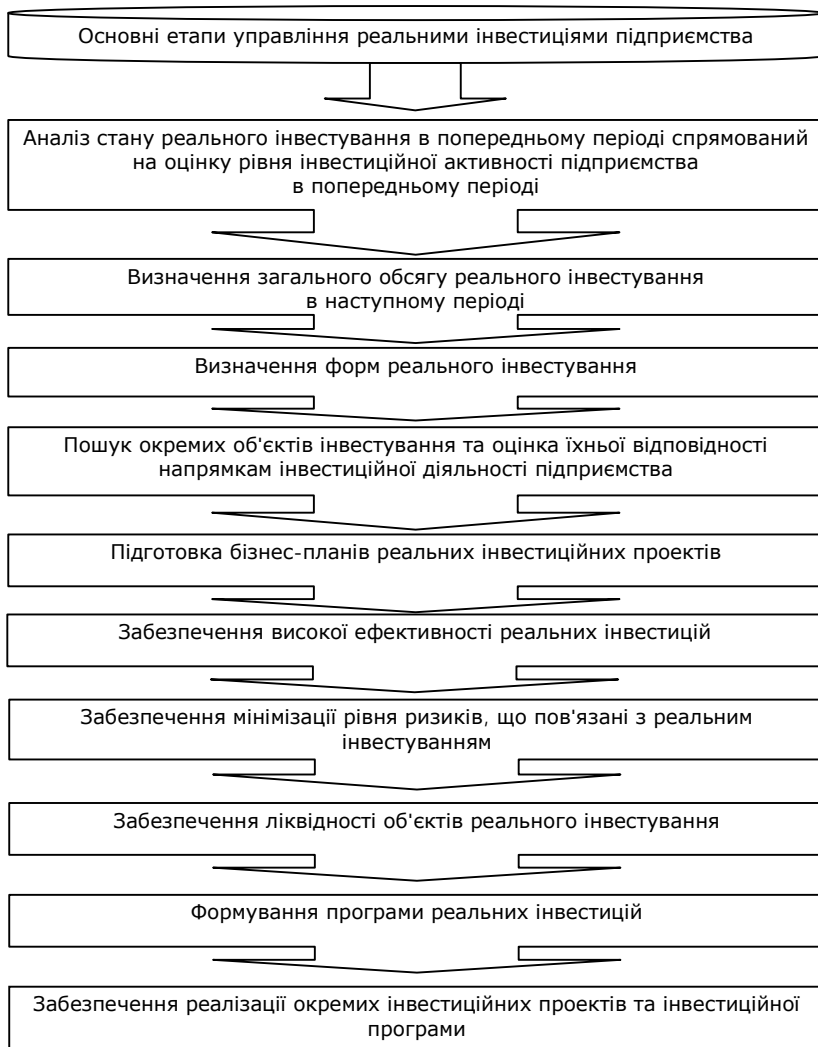


Рис. 3.8. Етапи управління реальними інвестиціями підприємства

На третій стадії аналізу визначається рівень завершеності розпочатих раніше реальних інвестиційних проектів і програм, уточнюються обсяг інвестиційних ресурсів, які необхідні для повного їхнього завершення.

2. Визначення загального обсягу реального інвестування в наступному періоді. Основою визначення цього показника є планований обсяг приросту основних засобів підприємства в розрізі окремих видів, а також нематеріальних і оборотних активів, що забезпечуються приріст обсягів його виробничо-комерційної діяльності. Обсяг цього приросту уточнюється з урахуванням динаміки обсягів раніше незакінченого капітального будівництва (незавершених капітальних вкладень).

3. Визначення форм реального інвестування, що залежить від конкретних напрямків інвестиційної діяльності підприємства, які забезпечують відтворення його основних засобів і нематеріальних активів, а також розширення обсягу власних оборотних активів.

4. Пошук окремих об'єктів інвестування та оцінка їхньої відповідності напрямкам інвестиційної діяльності підприємства. У процесі реалізації цього напрямку інвестиційної політики досліджується поточна пропозиція на інвестиційному ринку, відбираються для вивчення окремі реальні інвестиційні об'єкти, що найбільш повно відповідають напрямкам інвестиційної діяльності підприємства (її галузевій та і регіональній диверсифікації), розглядаються можливості й умови придбання окремих активів (техніки, технологій і т. ін.) для відновлення складу діючих їх видів; проводиться ретельна експертиза відібраних об'єктів інвестування.

5. Підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів. Усі форми масштабних реальних інвестицій (крім відновлення окремих видів механізмів і устаткування в зв'язку з їхнім зносом) формалізуються в реальних інвестиційних проектах. Підготовка таких інвестиційних проектів вимагає розробки їхніх бізнес-планів. Для невеликих реальних інвестиційних проектів допускається розробка скороченого варіанта бізнес-плану (з викладом тільки тих розділів, що безпосередньо визначають доцільність їхнього здійснення).

6. Забезпечення високої ефективності реальних інвестицій. Відібрані на попередньому етапі об'єкти інвестування аналізуються з позиції їхньої економічної ефективності. При цьому для кожного об'єкта інвестування використовується конкретна методика оцінки ефективності, за результатами якої проводиться ранжирування окремих інвестиційних проектів за рівнями ефективності. За інших рівних умов для реалізації відбираються ті об'єкти реального інвестування, що забезпечують найбільшу ефективність.

7. Забезпечення мінімізації рівня ризиків, що пов'язані з реальним інвестуванням. У процесі реалізації цього напрямку інвестиційної політики мають бути в першу чергу ідентифіковані й оцінені ризики, які властиві кожному конкретному об'єкту інвестування. За результатами оцінки проводиться ранжирування окремих об'єктів інвестування за рівнем їх ризиків і відбираються для реалізації ті з них, які за інших рівних умов забезпечують мінімальні інвестиційні ризики. Поряд з ризиками окремих об'єктів інвестування оцінюються інвестиційні ризики, що пов'язані з реальним інвестуванням в цілому. Необхідність такого аналізу викликана тим, що цей напрямок інвестиційної діяльності супроводжується відволіканням власного капіталу у великих розмірах і, як правило, на тривалий період і це може призвести до зниження рівня платоспроможності підприємства по поточних зобов'язаннях. Крім того, фінансування окремих інвестиційних проектів здійснюється часто за рахунок залучення значного обсягу позикового капіталу, що може призвести до зниження фінансової стійкості підприємства в довгостроковому періоді. Тому в процесі формування інвестиційної політики варто заздалегідь прогнозувати, як інвестиційні ризики вплинуть на прибутковість, платоспроможність і фінансову стійкість підприємства.

8. Забезпечення ліквідності об'єктів реального інвестування. Здійснюючи реальне інвестування слід передбачати, що через істотні зміни зовнішнього інвестиційного середовища, кон'юнктури інвестиційного ринку чи стратегії розвитку підприємства в майбутньому періоді по окремих об'єктах реального інвестування може різко знизитись очікувана дохідність, підвищитись рівень ризиків, знизитись значення інших показників інвестиційної привабливості підприємства. Це потребує прийняття рішень про своєчасний вихід ряду об'єктів реального інвестування з інвестиційної програми підприємства (шляхом їхнього продажу) і реінвестування капіталу. З цією метою по кожному об'єкту реального інвестування має бути оцінений ступінь ліквідності інвестицій. За результатами оцінки проводиться ранжирування окремих реальних інвестиційних проектів за критерієм ліквідності. За інших рівних умов відбираються для реалізації ті з них, що мають найбільший потенційний рівень ліквідності.

9. Формування програми реальних інвестицій. Відібрані в процесі оцінки ефективності реальні інвестиційні проекти підлягають

подальшому розгляду з позицій рівня ризиків їх реалізації та інших показників, пов'язаних з цілями здійснення. На основі такої всебічної оцінки з урахуванням планового обсягу інвестиційних ресурсів підприємство формує свою програму реальних інвестицій на майбутній період. Якщо ця програма сформована відповідно до визначальної пріоритетної мети (максимізація доходу, мінімізація інвестиційного ризику і т. ін.), то необхідності в подальшій оптимізації програми реальних інвестицій не виникає. Якщо ж є потреба збалансування окремих цілей, то програма оптимізується за різними критеріями для досягнення збалансованості і тільки після цього приймається до безпосередньої реалізації.

10. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів та інвестиційної програми. Основними документами, що забезпечують реалізацію кожного конкретного реального інвестиційного проекту, є капітальний бюджет і календарний графік реалізації.

Капітальний бюджет розробляється, як правило, на період до одного року і відбиває усі витрати і надходження коштів, що пов'язані з реалізацією реального проекту.

Календарний графік реалізації інвестиційного проекту (програми) визначає базові періоди часу виконання окремих видів робіт і покладання відповідальності за виконання (а відповідно й ризиків невиконання окремих етапів роботи) на конкретних представників замовника (підприємства) чи підрядника відповідно до їх функціональних обов'язків, які передбачені в контракті на виконання робіт.

Обережну інвестиційну політику здійснюють багато підприємств і організацій, особливо ті, де переважає колективна форма власності. За наявності багатьох диспропорцій і ненасиченого ринку така політика буває виправдана, а невикористання нововведень і технічних удосконалень може спричинити ослаблення конкурентоспроможності підприємства, поточні прибутки, поточні витрати, витрати на придбання (основні капіталовкладення) і залишкову вартість, інвестиційний період і розмір ануїтету (щорічний платіж).

Конкурентоспроможність підприємства - це його властивість, що характеризується ступенем реального або потенційного задоволення ним конкретної потреби в порівнянні з аналогічними об'єктами, представленими на даному ринку.

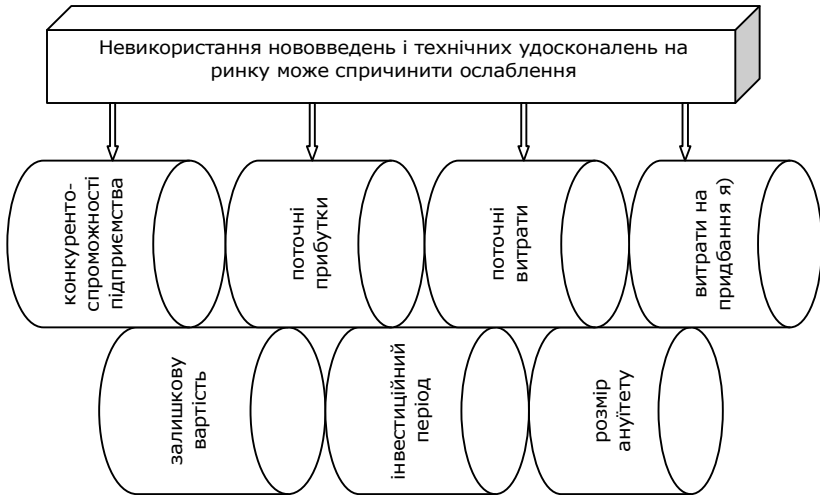


Рис. 3.9. Фактори ослаблення ринку

Поточні прибутки — це прибутки, які підприємство отримує внаслідок експлуатації об'єкта капіталовкладень. Вони прямо пропорційно залежать від обсягів реалізації виготовлюваної продукції (робіт, послуг), тобто графік їх надходження має вигляд кривої, яка складається з трьох частин: завоювання ринку (збільшення обсягів продажу), насичення потреб і зменшення попиту (обсягів продажу). Тому для визначення поточних прибутків і методів їх збільшення необхідно постійне вивчення ринку і споживчого попиту на продукцію.

Поточні витрати відображають розмір компенсації за споживання у процесі виробництва різних видів ресурсів: матеріальних, трудових, енергетичних тощо. Обчислюючи їх (так само, як і поточні прибутки), необхідно враховувати фактор часу. Для всіх видів ресурсів доцільно побудувати криві і комплексно проаналізувати динаміку кожної з них, оскільки капіталовкладення мають тривалу комплексну дію на процес виробництва, по різному впливають на витрачання тих чи інших видів виробничих ресурсів.

Витрати па придбання (основні капіталовкладення) — великі одноразові витрати, які здійснюються на початку інвестиційного циклу і є передумовою всіх подальших витрат і прибутків, найважливішою статтею витрат у структурі інвестицій. Під час їх обчислення необхідно

враховувати ймовірні додаткові витрати на поступове технічне переоснащення підприємства і модернізацію устаткування.

Залишкова (утильна) вартість капітальних вкладень — це вартість, що залишається наприкінці інвестиційного періоду. Якщо за інвестиційними розрахунками не брати її до уваги, тобто експлуатувати основні фонди до повного фізичного та морального зношування, то це призведе до відставання від сучасного рівня науково-технічного прогресу. Тому утильну вартість реальних вкладень прогнозують на початку інвестиційного періоду.

Інвестиційний період — це проміжок часу, який охоплює всі стадії реалізації інвестиційного проекту від планування до ліквідації інвестиційного об'єкта. У процесі розроблення різних варіантів капіталовкладень необхідно обов'язково визначити їх тривалість, оскільки вони також впливають на виробничий процес.

Ануїтет — це регулярний прибуток з капіталу (грошей, майна і землі), який не вимагає від одержувача здійснення підприємницької діяльності.

Період окупності реальних інвестицій становить кілька років. Норма запланованого прибутку від реалізації інвестиційного проекту не може бути меншою за розмір ануїтету, оскільки призначені для інвестування кошти можна вкласти у низькоризикові активи, які не потребують додаткових зусиль (підприємницької діяльності) і забезпечують ануїтет. Ідеальним є такий варіант співвідношення витрат і прибутків у часі: прибутки — сьогодні, а витрати — завтра (хоча на практиці такого не буває). Тому правильний розподіл витрат і прибутків у часі дуже важливий в інвестиційному плануванні.

Під час планування реальних інвестицій важливо враховувати ймовірність досягнення бажаного ефекту і надійність реалізації окремого варіанта капіталовкладень, що зумовлено прагненням уникнути невинуватеного ризику, забезпечити надійність інвестицій.

Слід також акцентувати свою увагу на порівнянні альтернативних інвестиційних проектів і виборі оптимального. Використовуючи названі показники, прогнозують рентабельність коленого з альтернативного проекту. Процес планування неможливий без такого прогнозування, оскільки воно на основі наявної інформації дає змогу оцінити майбутні результати реалізації кожного проекту.

Прогнозування — наукове передбачення майбутнього характеру процесів на основі інформації про їх учасників у минулому і нині.

Досягти високого рівня прогнозування важко, але необхідно, оскільки процес інвестування завжди передбачає великі витрати, а невдалі управлінські рішення можуть стати причиною краху підприємства.

Отже, зі стратегічних міркувань сфера застосування прогнозування її інвестиційних розрахунків, за допомогою яких воно здійснюється, має неухильно розширюватися. Ці розрахунки важливі під час техніко-економічного обґрунтування спорудження підприємства, вибору місця будівництва і конкретного будівельного майданчика.

Нестабільність ринку інвестування в нерухомість, як і нестабільність вітчизняної економіки взагалі веде до того, що інвестор найчастіше обирає стратегію пристосування, яка передбачає необхідність дотримання багатьох вимог ринку реальних інвестицій (див. рис. 3.10).



Рис. 3.10. Стратегія пристосування при формуванні портфелю реальних інвестицій в умовах вітчизняної економіки

Основними підсистемами системи внутрішнього контролю реальних інвестицій підприємства є такі:

- *інформаційний контроль* – припускає визначення каналів одержання необхідної інформації для прийняття ефективних управлінських рішень, її вірогідності, повноти, своєчасності.

Перевірка інформації всіма наявними способами.

- *фінансовий контроль* – перевіряє відповідність вкладень у реальні інвестиції прийнятим раніше фінансовим планам і бюджетам підприємства;

- *адміністративний контроль* – перевірка відповідності участі в здійсненні реальних інвестицій кожного керівника підприємства, відповідно до його посади й обов'язків. Установлення максимальних границь рішень, що приймаються одним працівником (відповідно до його посади);

- *ризик-контроль* – проведення кваліфікованого оцінювання можливих наслідків здійснення реальних інвестицій, можливі наслідки вкладень щодо підприємства й об'єкта вкладення, можливі наслідки несприятливого результату, форс-мажорні обставини; джерела їхнього покриття;

- *економічний контроль* – оцінювання ефективності здійснення реальних інвестицій загалом, і в окремих випадках, проектам з урахуванням ступеня досягнення мети;

- *юридичний (правовий) контроль* – перевірка юридичної правомірності виконуваних робіт, можливі наслідки невиконання зобов'язань перед партнерами (постачальниками, підрядниками тощо) і невиконання зобов'язань самими партнерами. А також механізм оцінювання відповідності виконуваних робіт законам і підзаконним актам, стандартам якості, які діють у державі.

- *технологічний контроль* – перевірка відповідності об'єктів реальних інвестицій технологічним вимогам, виявлення слабких місць та їхнього усунення.

3.4. Об'єкти реальних інвестицій

Реальні інвестиції – це вкладення в основний капітал та на приріст матеріально-виробничих запасів. До них відносять інвестиції:

1) в основні активи на:

- придбання (або виготовлення) нового обладнання, в тому числі витрати на їх доставку, монтаж та введення в експлуатацію;
- модернізацію діючого обладнання;
- будівництво та реконструкцію будівель та споруд тощо.

2) в нематеріальні активи, які пов'язані, перш за все, із придбанням нової технології (патенту, ліцензії) та торгової марки.

3) в оборотні кошти, які передбачають забезпечення:

- нових та додаткових запасів основних та допоміжних матеріалів;
- нових та додаткових запасів готової продукції;
- збільшення рахунків дебіторів (див. рис. 3.11).

Загальна сума усіх вище згаданих реальних інвестицій представляє собою сукупні реальні інвестиції

На сьогодні в Україні є декілька проблем, які гальмують розвиток земельного ринку. По-перше, це непрозорість механізмів відведення ділянок і операцій з ними; часте дублювання функцій земельних комісій міських рад і спроби створення різноманітних додаткових органів типу земельних палат тільки збільшують рівень корупції, що набула значного поширення. По-друге, надмірна складність місцевих фінансових механізмів, яким із метою оптимізації збору податків надали спотворених форм, призводить до недовіри іноземних інвесторів. По-третє, є значні обмеження щодо використання певних категорій земель. Особливо це стосується земель сільськогосподарського призначення. Наприклад, іноземні громадяни можуть мати земельні ділянки для особистого сільського господарювання тільки на умовах оренди. Іноземні юридичні особи мають змогу отримати право власності тільки на земельні ділянки несільськогосподарського призначення і лише під час придбання об'єктів нерухомого майна, а також для спорудження об'єктів, пов'язаних зі здійсненням підприємницької діяльності (у межах населених пунктів).

Інвестування витрат із технічного переозброєння, реконструкції та розширення діючих підприємств буде здійснюватися тільки за умови, якщо ці заходи забезпечать:

- прискорення науково-технічного прогресу;
- розвиток наукомістких галузей;
- випуск нової високоефективної продукції;
- суттєве підвищення якості продукції;
- підвищення продуктивності праці й скорочення чисельності працюючих;
- розширення виробництва товарів і платних послуг населенню.

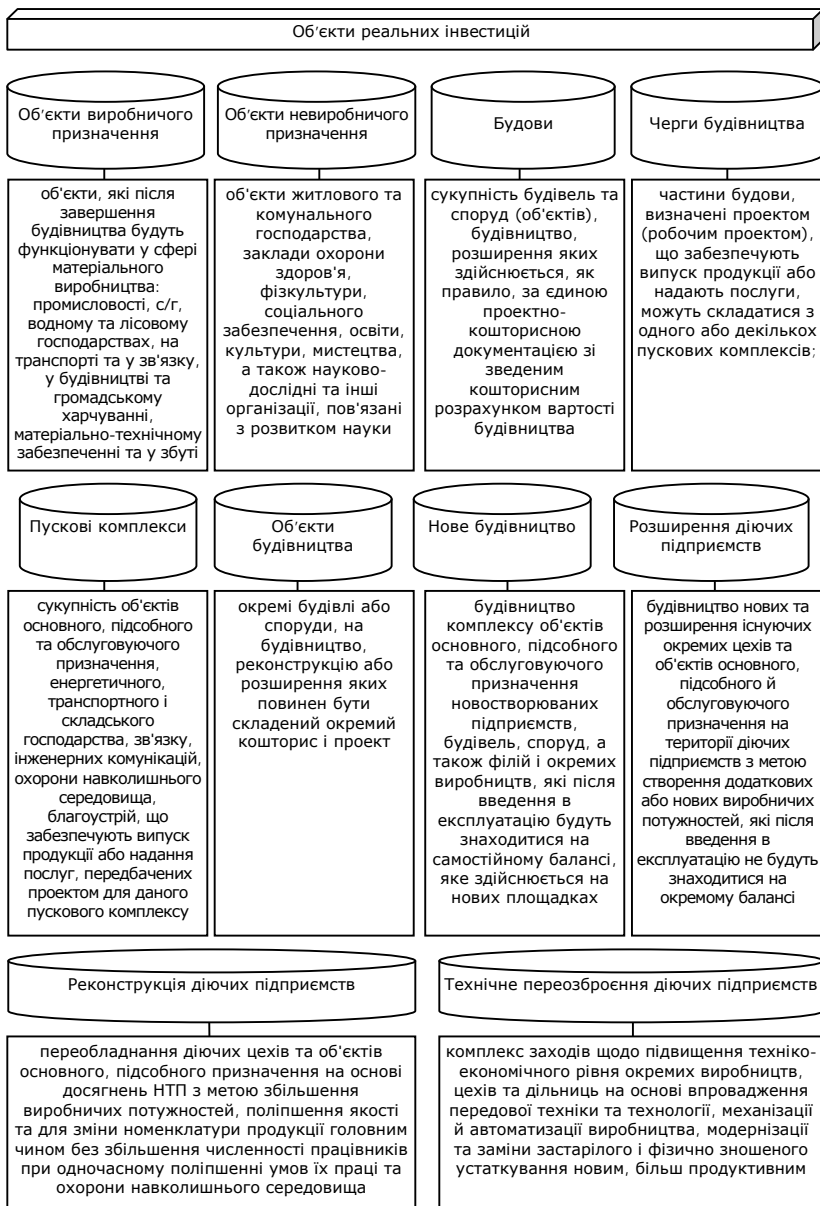
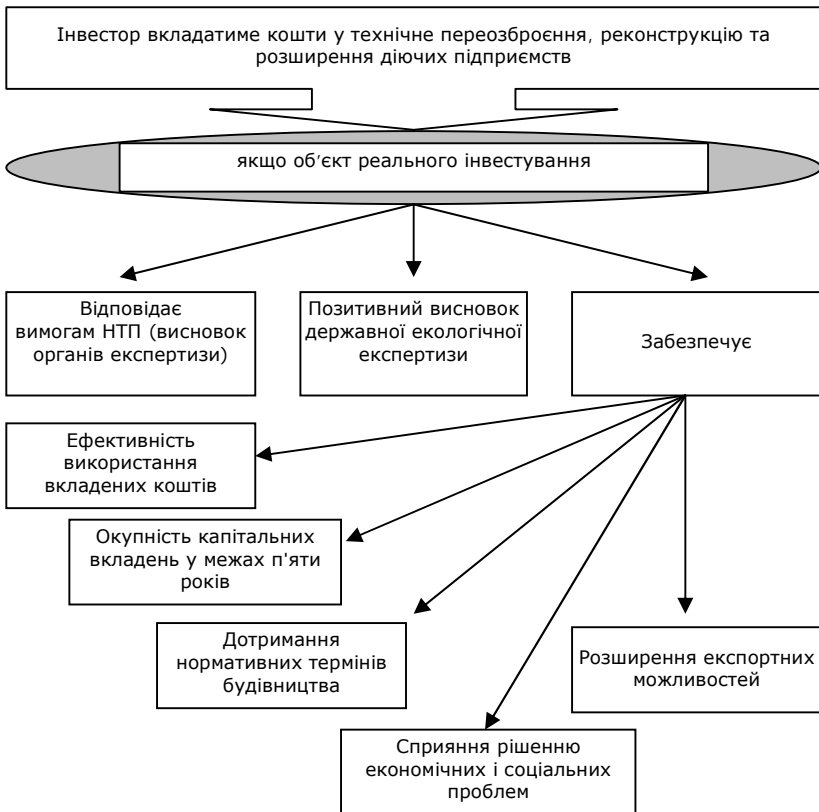


Рис. 3.11. Об'єкти реальних інвестицій

При цьому в обов'язковому порядку мають дотримуватися наступні вимоги:

- тривалість здійснення витрат не повинна перевищувати нормативну, а при відсутності норм не повинна перевищувати 2 роки;

- продукція, що передбачена до випуску в результаті здійснення заходів, які інвестуються, повинна відповідати світовому рівню або перевершувати його, бути конкурентоспроможною на світовому ринку і відповідати всім вимогам для реалізації за вільноконвертовану валюту.



Усі об'єкти для реальних інвестицій інвесторами відбираються на конкурсній основі.

3.5. Оцінка об'єктів реальних інвестицій

При оцінці об'єктів реальних інвестицій використовується ряд стандартів вартості майна, які застосовуються в залежності від мети оцінки, саме:

- *обґрунтована ринкова вартість* — це ціна, за якою майно може переходити з рук продавця, який бажає його продати до рук покупця, який бажає його купити, тобто це стартова початкова ціна на ринку;

- *інвестиційна вартість* — це конкретна вартість об'єкту, що оцінюється, для конкретного інвестору, виходячи з його особистих інвестиційних цілей; .

- *внутрішня або фундаментальна вартість* — є аналітичною оцінкою об'єкта, яка базується на знаннях та обліку його фінансового стану, а також перспектив одержання прибутку та чистого" доходу. Розрахунок внутрішньої вартості можливий при наявності доступу до повної інформації про оцінювальний об'єкт;

- *ліквідаційна вартість* — представляє собою чисту суму, яка може бути виручена при ліквідації цієї фірми. Існує "впорядкована ліквідація", за якої процес продажу активів здійснюється протягом часу, який дає можливість одержати максимально можливу в цих випадках ціну нерухомості та "примусова ліквідація", за якої активи продаються швидко в процесі одного аукціону, не враховуючи інтереси власника майна;

- *балансова (бухгалтерська) вартість об'єкту* — цей вид вартості визначається балансовим рахунком як сума його активів за мінусом зносу, а також сум короткострокових та довгострокових зобов'язань. При цьому основні фонди оцінюються з урахуванням останньої переоцінки за мінусом зносу та амортизації;

- *відновлена (поточна) вартість* — це балансова вартість з урахуванням переоцінки активів на дату оцінки вартості (див. рис. 3.12).

Визначивши вартість об'єкту реальних інвестицій, далі проводять її оцінку. Оцінка базується на певних принципах, які умовно поділяють на три групи.

До першої групи відносять:

- а) *принцип вигоди* — вкладаючи інвестиції в основні фонди, зокрема, купуючи нерухомість для виробничої діяльності, необхідно

визначити, наскільки цей об'єкт буде йому корисним. При цьому вигода буде визначатися можливістю її використання для виконання тих чи інших функцій, і в першу чергу, сприяти збільшенні прибутку;

б) *принцип заміщення означає*, що найбільша вартість об'єкту нерухомості не може перевищувати найменшу вартість, за якою можна придбати інший об'єкт з подібною вигодою;

в) *принцип очікування* — дає можливість визначити поточну вартість майбутніх доходів та вигод, одержаних внаслідок використання об'єкту реальних інвестицій.

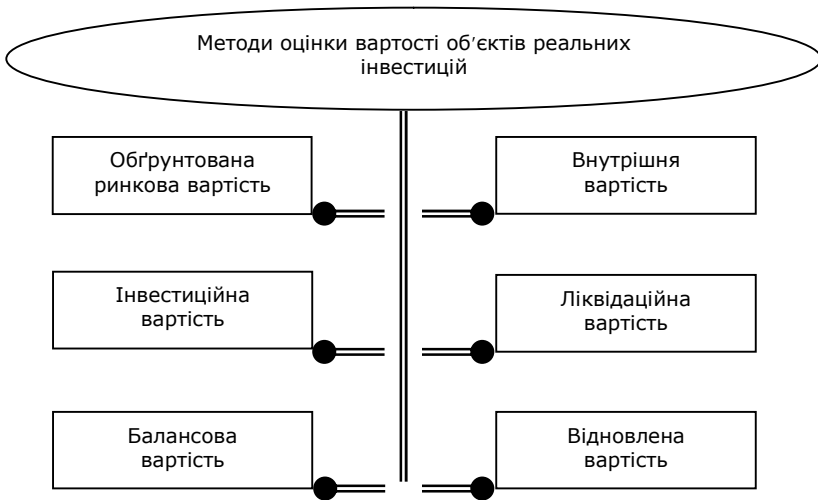


Рис. 3.12. Методи оцінки вартості об'єктів реальних інвестицій

Таким чином, перша група принципів оцінки дає можливість інвестору одержати уявлення про цінність об'єкту інвестування.

До другої групи відносять:

а) *принцип економічної величини, тобто оптимальний розмір об'єкту власності* — одержання оптимального прибутку від використання об'єкту залежить від його економічної величини. Наприклад, земельна ділянка, на якому знаходиться об'єкт власності, за своїми розмірами перевищує величину, необхідну для функціонування цього об'єкта, отже власник об'єкту заплатив лишню суму при придбанні ділянки або платить більшу орендну плату за його використання. В будь-якому випадку це знижує доход, отже, економічна величина — це кількість

землі, яка забезпечує найкраще землекористування в цьому регіоні з урахуванням існуючої ринкової кон'юнктури;

б) *принцип визначення впливу доходів, що збільшуються або зменшуються, на вартість об'єкту власності* — цей принцип означає, що в міру доповнень ресурсів до основних факторів виробництва темпи росту чистих доходів будуть збільшуватися до деякої точки, починаючи з якої доходу ростуть уповільненими темпами. Це уповільнення проходить до тих пір, поки приріст вартості не стане менше, ніж витрати на додані ресурси;

в) *принцип оцінки збалансованості різних факторів виробництва* — це означає, що будь-якому типу землекористування має відповідати оптимальне поєднання факторів виробництва, при якому досягається максимальна вартість землі та об'єкту вартості, на якому він знаходиться;

г) *принцип оцінки залишкової продуктивності землі* — це означає, що земля має залишкову продуктивність, яка може бути визначена як чистий дохід, віднесений до землі, після оплати праці, капіталу та підприємницької діяльності. Величина залишкової продуктивності землі визначається її місцезнаходженням.

Таким чином, друга група принципів оцінки характеризує фактори, які безпосередньо впливають на оцінку усіх засобів виробництва: землі, будівель та споруд обладнання тощо.

До третьої групи відносять:

а) *принцип залежності* — заключається в тому, що вартість об'єкту власності в значній мірі обумовлена його місцезнаходженням, а також наявністю розвиненої інфраструктури, можливістю встановлення економічних зв'язків з власниками інших об'єктів власності, наявністю кваліфікованої робочої сили, екологічної ситуації тощо;

б) *принцип відповідності* — означає, що будь-який об'єкт має відповідати нормативним, архітектурним та ринковим стандартам, прийнятим у цьому регіоні;

в) *принцип попиту та пропозиції* — цей принцип означає, що при наявності збалансованого попиту та пропозиції ринкова ціна як правило відображає вартість (витрати) виробництва об'єкту реальних інвестицій. Перевищення ринкових цін на об'єкт над вартістю його виробництва стимулює створення нових об'єктів до тих пір, поки не наступить рівновага;

г) *принцип конкуренції* — наявність конкуренції приводить до того, що коли прибуток на ринку перевищує рівень, необхідний для оплати факторів виробництва, то на ньому загострюється конкурентна боротьба, в наслідок чого спостерігається зниження середнього рівня чистих доходів. Отже в кінцевому результаті це суттєво впливає на оцінку об'єктів;

д) *принцип зміни вартості* — зміна вартості об'єктів нерухомості є постійним процесом, який обумовлюється не лише їх фізичним зносом, але й іншими факторами, зокрема, зміною вартості сировини, провадженням нової техніки, зміни демографічної ситуації тощо. Таким чином, ці та інші фактори можуть змінювати корисність об'єкту нерухомості та його власність.

Таким чином, третя група включає принципи, які характеризують вплив зовнішнього ринкового середовища на вартість об'єктів реального інвестування.

Синтезом усіх розглянутих вище принципів оцінки вартості об'єктів реального інвестування є принцип найкращого та найбільш ефективного використання об'єкту. Це варіант використання об'єкту, який вибрано серед інших можливих законних варіантів реального інвестування, який є фізично здійснимим, достатньо обґрунтованим, який має реальне фінансове забезпечення і який приводить, зокрема, до найвищої вартості земельної ділянки, на якій розташовано об'єкт. Цей варіант використання забезпечує об'єкту реальних інвестицій найвищу поточну вартість на дату оцінки (див. рис. 3.13).

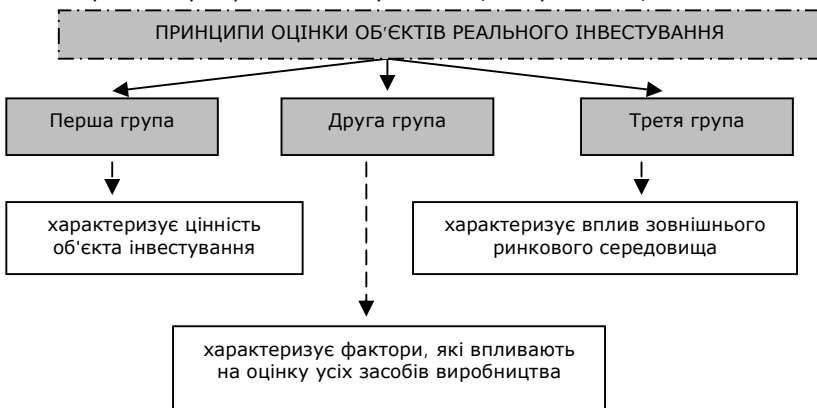


Рис. 3.13. Принципи оцінки об'єктів реального інвестування

Вкладаючи свої кошти в основні фонди інвестор має зробити їх оцінку за повною первісною вартістю або за відновленою вартістю.

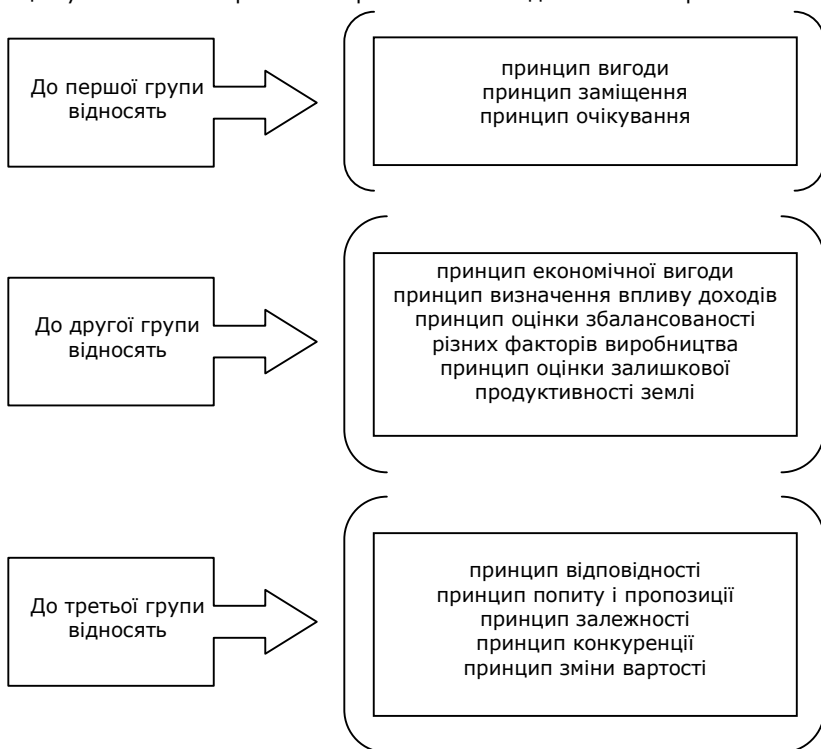


Рис. 3.14. Групи об'єктів реальних інвестицій

Первісною оцінкою основних фондів є вартість їх придбання або створення, тобто оплачена сума грошових коштів чи їх еквівалентів, або справедлива вартість іншої форми компенсації (інших активів або зобов'язань) наданих для одержання активу на момент його придбання або створення. Первісна вартість будівель та споруд визначаються за кошторисною вартістю на момент уведення до експлуатації. Оцінка основних фондів за первісною вартістю, яка відображається в бухгалтерському балансі підприємства, називається первісною балансовою вартістю основних фондів.

Оцінка за відновленою вартістю основних фондів (з урахуванням індексації) встановлюється міністерством економіки і міністерством

фінансів разом з фондом державного майна України. Вона здійснюється щорічно після звітного року станом на 1 січня наступного року в Україні.

Оцінка за залишковою вартістю основних фондів з урахуванням зносу. Така оцінка основних фондів здійснюється з урахуванням амортизації за поточних період.

У свою чергу, *амортизація* — це систематичний розподіл вартості, що амортизується, необоротних активів протягом строку їх, корисного використання (експлуатації). З урахуванням амортизації визначаються такі види вартості основних фондів:

- *Вартість, що амортизується* — первісна або переоцінена вартість необоротних активів без їх ліквідаційної вартості.

- *Первісна вартість* — історична (фактична) собівартість необоротних активів у сумі грошових коштів або справедливої вартості інших активів, оплачених (переданих), витрачених для придбання (утворення) необоротних активів.

- *Переоцінена вартість* — вартість необоротних активів після їх переоцінки.

- *Ліквідаційна вартість* — сума коштів або вартість інших активів, яку підприємство очікує одержати від реалізації (ліквідації) необоротних активів після закінчення строку їх корисного використання (експлуатації), за мінусом витрат, пов'язаних з їх продажем (ліквідацією).

Використовуючи норми амортизації, інвестор визначає і *строк корисного використання (експлуатації) основних фондів* — це очікуваний період часу, протягом якого фонди будуть використовуватися підприємством або з їх використанням буде виготовлений очікуваний підприємством обсяг продукції (робіт, послуг), причому цей строк може переглядатися у випадку зміни очікуваних економічних вигод від його використання.

Оцінюючи основні фонди, інвестор має визначити ступінь ефективності їх використання. Основним показником, що характеризує ефективність використання інвестором основних фондів є фондовіддача, яка визначається за такою формулою:

$$\Phi_{\text{в}} = \frac{O_{\text{р}}}{B_{\text{ф}}}, \quad (3.1)$$

де Op — обсяг виробленої продукції (послуг), грн.;

$Vф$ — вартість фондів, грн.

Оберненим показником до показника фондівіддача є фондоємкість, яка в свою чергу визначається за такою формулою:

$$\Phi = \frac{1}{\Phiв} = \frac{Vф}{Op}, \quad (3.2)$$

До об'єкту реальних інвестицій відносять і оборотні кошти, їх головна функція — це здійснення розрахунків за поставлені товари, виконані роботи, готову продукцію. До них відносять:

- *Фонди обертання* — це вартість готової продукції; кошти, пов'язані з її переміщенням до моменту повної реалізації; кошти в розрахунках із замовниками; кошти в касі.

- *Оборотні фонди* — це сировина, конструкції, деталі, виробничі запаси, паливо, МШП, незавершені будівельно-монтажні роботи, витрати майбутніх періодів, тощо.

Отже, оборотні кошти постійно обслуговують всі стадії виробничого процесу. До основних показників ефективності використання оборотних коштів відносять:

Загальну норму оборотних коштів (Ho):

$$Ho = \left(\frac{Ok}{Oпp} \right) \times 100, \quad (3.3)$$

де Ok - середньорічний обсяг оборотних коштів;

$Oпp$ - обсяг продукції.

Коефіцієнт обертання:

$$Kоб = \frac{Oпp}{Ok}, \quad (3.4)$$

Середню тривалість одного обороту (D):

$$D = \frac{Tоб}{Kоб} = \frac{Tоб \times Ok}{Oпp}, \quad (3.5)$$

де $Tоб$ — тривалість обороту в днях

Величина умовної економії за рахунок вивільнення коштів ($E_{ум}$):

$$E_{ум} = \frac{O_{пр}}{T} \times (D_2 - D_1), \quad (3.6)$$

де $O_{пр}$ — обсяг продукції у плановому і фактичному періоді;

T — тривалість цього періоду;

D_2 ; D_1 — середня тривалість одного обороту.

Показники обертання залежать від середніх залишків оборотних коштів та суми обороту відповідного періоду. Крім загальних показників обертання розраховують індивідуальні показники за окремими складовими: за виробничими запасами; незавершеному виробництву і т.д.

За рахунок прискорення обертання оборотних коштів відбувається їх вивільнення та можливість їх використання в інших напрямках, зокрема, господарської діяльності. Вивільнення буває: абсолютне та відносне:

- *Абсолютне вивільнення* свідчить про зменшення фактичних середніх залишків оборотних коштів при тому ж обороті або при його зростанні.

- *Відносне вивільнення* свідчить, що темп зростання обсягу обороту випереджає темп зростання середніх залишків оборотних коштів.

Завдання для самоперевірки знань

1. Розкрийте сутність поняття “реальні інвестиції”.
2. Які особливості має реальне інвестування, виходячи з економічної потреби його здійснення?
3. У яких формах здійснюється реальне інвестування?
4. Охарактеризуйте основні форми реального інвестування.
5. Назвіть три напрямки реального інвестування та перерахуйте форми реального інвестування, притаманні кожному з напрямків.
6. За якими основними етапами здійснюється розробка політики управління реальними інвестиціями?
7. За яких умов інвестор вкладатиме кошти у будівництво нового підприємства?
8. Які економічні показники використовуються для визначення ефективності використання оборотних коштів?

Розділ IV. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

- 4.1. Особливості та форми здійснення фінансових інвестицій.
- 4.2. Характеристика фондових інструментів інвестування.
- 4.3. Учасники ринку цінних паперів та їх функції.
- 4.4. Інститути фондового ринку.

Основні поняття: *фінансові інвестиції, фінансові інструменти, акція, облігація, облігації зовнішніх державних позик України, казначейські зобов'язання України, ощадний сертифікат, інвестиційний сертифікат, вексель, дериватив, ф'ючерсний контракт, опціон, варант, депозитна розписка, емітенти цінних паперів, торговці цінними паперами, Національна депозитарна система, фондова біржа.*

4.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств

Фінансові інвестиції – це вкладення коштів у фінансові інструменти, серед яких переважають цінні папери, із метою одержання доходу (прибутку) у майбутньому.

Здійснення фінансових інвестицій характеризується рядом особливостей, основними з яких є:

1. Фінансові інвестиції є незалежним видом господарської діяльності для підприємств реального сектора економіки. Ця незалежність проявляється як стосовно операційної діяльності таких підприємств, так і стосовно процесу їх реального інвестування. Стратегічні задачі розвитку операційної діяльності таких підприємств фінансові інвестиції вирішують лише в обмежених формах (шляхом вкладення капіталу в статутні фонди і придбання контрольних пакетів акцій інших підприємств).

2. Фінансові інвестиції є основним засобом здійснення підприємством зовнішнього інвестування. Усі основні форми та інструменти фінансових інвестицій мають зовнішню спрямованість інвестованого капіталу, що виходить за рамки відтворювальних процесів свого підприємства. За допомогою фінансових інвестицій

підприємство має можливість здійснювати зовнішнє інвестування як в середині своєї країни, так і за її межами.

3. В ієрархії інвестиційних потреб підприємств реального сектора економіки фінансові інвестиції формують інвестиційні потреби другого рівня. Вони здійснюються такими підприємствами після того, коли задоволені їх потреби в реальному інвестуванні капіталу. У зв'язку з цією особливістю фінансові інвестиції, як правило з'являються у підприємства лише на стадії «ранньої зрілості».

4. Стратегічні фінансові інвестиції підприємства можуть бути засобом реалізації стратегії економічного розвитку при мінімальних витратах грошових ресурсів і часу. Так, замість створення або придбання цілісних майнових комплексів відповідної спеціалізації операційної діяльності підприємство може нарощувати обсяги виробництва та реалізації продукції через покупку контрольного пакета акцій підприємств, що фактично ним поглинаються за майже половину його ринкової вартості. Хоча стратегічні фінансові інвестиції можуть у первісні періоди життєвого циклу мати від'ємний фінансовий результат, головним зиском від них є приріст капіталу в довгостроковому періоді, здобуття контролю над певним сегментом ринку.

5. Портфельні фінансові інвестиції підприємства не інституціонального інвестора є можливістю отримання додаткового інвестиційного доходу від використання тимчасово вільних грошових коштів або забезпечення їх проти інфляційного захисту.

6. Фінансові інвестиції надають підприємству найбільш широкий діапазон вибору інструментів інвестування за шкалою «дохідність-ризик» та «дохідність-ліквідність».

7. Процес обґрунтування управлінських рішень, пов'язаний зі здійсненням фінансових інвестицій є більш простим і менш трудомістким.

8. Високі коливання кон'юнктури фінансового ринку, порівняно з товарним, обумовлює необхідність здійснення більш активного моніторингу в процесі фінансового інвестування.

Форми фінансового інвестування:

1. Вкладання капіталу в статутні фонди підприємств. Ця форма фінансового інвестування тісно пов'язана з операційною діяльністю підприємства. Вона забезпечує зміцнення стратегічних господарських зв'язків з постачальниками сировини та матеріалів, розвиток своєї

виробничої інфраструктури, розширення можливостей збуту продукції або проникнення на інші регіональні ринки, різноманітні форми галузевої та товарної диверсифікації операційної діяльності та інші стратегічні напрямки розвитку підприємств. За своїм змістом ця форма фінансового інвестування до певної міри замінює реальне інвестування, будучи при цьому менш капіталоемною та більш оперативною. Пріоритетним завданням цієї форми інвестування є не стільки отримання значного інвестиційного прибутку, скільки встановлення форм фінансового впливу на підприємства для забезпечення стабільного формування свого операційного прибутку.

2. Вкладання капіталу в дохідні види грошових інструментів (депозитний вклад в комерційних банках як форма короткострокового інвестування капіталу). Основною метою цієї форми фінансових інвестицій є генерування інвестиційного прибутку.

3. Вкладання капіталу в дохідні види фондових інструментів (цінні папери, які вільно обертаються на фондовому ринку). Основним завданням цієї форми фінансового інвестування також є генерування інвестиційного прибутку, хоча в окремих випадках воно може бути використано для встановлення форм фінансового впливу на окремі компанії при вирішенні стратегічних задач.

Класифікація фондових інструментів за їх інвестиційними якостями:

1. За формуванням відносин власності виділяють боргові та дольові цінні папери.

Боргові цінні папери формують кредитно-позикові відносини власника та емітента цінних паперів і характеризуються чіткою прогнозованістю інвестиційного доходу, розмір якого можна визначити в будь-який момент їх обертання. Це дозволяє без особливих проблем зіставити інвестиційні якості цінних паперів як за шкалою «дохідність – ризик», так і за шкалою «дохідність-ліквідність». Крім того, боргові цінні папери мають пріоритетні права погашення зобов'язань при банкрутстві емітента, що значно знижує рівень їх несистематичного ризику.

Дольові цінні папери формують відносини власності між інвестором та емітентом цінних паперів, визначають ступінь його участі в управлінні підприємством, характеризуються низьким рівнем прогнозованості їх інвестиційного доходу, який оцінюється за двома джерелами отримання – майбутні виплати дивідендів і приріст курсової

вартості фондового інструменту. За цими цінними паперами при ефективній господарській діяльності емітента можливе отримання більш високого рівня інвестиційного доходу порівняно з борговими цінними паперами того самого емітента. Але при цьому вони є більш ризикованими, оскільки стабільність інвестиційного доходу в цьому випадку залежить від стабільності ефективного здійснення господарської діяльності емітента цінних паперів.

2. За характером емітента виділяють такі види фондових інструментів інвестування:

Державні цінні папери, які представлені в основному борговими зобов'язаннями і мають, як правило, найменший рівень інвестиційного ризику. Разом з тим, рівень інвестиційного доходу по таких цінних паперах, як правило, найбільш низький. При цьому, шляхом зміни ставки рефінансування (облікової ставки Національного банку) держава має можливість впливати на реальний рівень інвестиційного доходу за своїми цінними паперами в період різких коливань кон'юнктури фінансового ринку. У моделях оцінки необхідної дохідності цінних паперів рівень дохідності за деякими державними паперами приймається як безризиковий.

Цінні папери муніципальних органів. Рівень інвестиційних якостей цих паперів (як правило, боргових) значною мірою визначається рівнем інвестиційної привабливості відповідних регіонів. Хоча цінні папери такого виду важко віднести до безризикових, рівень інвестиційного ризику по них, як правило, невисокий. Відповідно невисоким є рівень інвестиційного доходу по них.

Цінні папери, що емітовані банками. Інвестиційні якості цих фондових інструментів вважаються досить високими, адже рівень дохідності по них, зазвичай, вище, ніж по державних та муніципальних цінних паперах. Крім того, система економічних нормативів банківської діяльності та високий рівень державного контролю за їх діяльністю знижує потенційний рівень ризику інвестування в цінні папери цих емітентів (хоча випадки фінансової неспроможності банків не такі рідкі).

Цінні папери підприємств. Цей вид фінансових інструментів інвестування в нашій країні поступається за інвестиційними якостями наведеним вище. Це викликано значною залежністю їх інвестиційних якостей від господарської діяльності підприємств, яка на сучасному

етапі в Україні є досить низькою. Рівень інвестиційного ризику по цінних паперах підприємств (особливо по тих, що відносяться до категорії «венчурних») найбільш високий. Крім того, цей вид цінних паперів у цілому характеризується більш низьким рівнем ліквідності на фондовому ринку.

3. За періодом обертання виділяють такі фондові інструменти інвестування:

Короткострокові цінні папери. Період їх обертання (до одного року) визначає достатньо високий рівень їх ліквідності на фондовому ринку. Крім того, короткий період їх обертання значною мірою обумовлює більш низький рівень інвестиційного ризику, пов'язаного зі змінами кон'юнктури фінансового ринку та фінансового стану їх емітентів. В той же час, відносно низький рівень ризику і досить високий рівень їх ліквідності визначають порівняно невисокий рівень інвестиційного доходу по таких фондових інструментах.

Довгострокові цінні папери (з періодом обертання більше одного року). Рівень інвестиційних якостей таких фондових інструментів визначається протилежними характеристиками – низьким рівнем ліквідності (за інших рівних умов) і, відповідно, більш високим рівнем інвестиційного ризику. Відповідно по таких фондових інструментах пропонується і більш високий рівень інвестиційного доходу.

4. За характером випуску та обертання фондові інструменти інвестування поділяються на :

Іменні цінні папери, придбання яких пов'язане з персоніфікацією власника і більш складною процедурою їх оформлення, більш глибоким контролем емітента за їх обертанням. Як правило, такі цінні папери мають дуже низьку ліквідність.

Цінні папери на пред'явника, придбання яких не пов'язане з персоніфікацією власника. Ця особливість випуску таких фондових інструментів не перешкоджає процесу їх вільного обертання і відповідно підвищує потенційний рівень їх ліквідності.

Розглянуті загальні особливості фондових інструментів визначають їх інвестиційні якості. Оскільки однією з основних задач в процесі фінансового інвестування є оцінка інвестиційних якостей, то необхідно поглиблення класифікації в розрізі конкретних видів цінних паперів, які обертаються на фондовому ринку.

4.2. Характеристика фондкових інструментів інвестування

Під фінансовими інструментами розуміють контракти, які одночасно приводять до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого.

Фінансові інструменти поділяють на:

1) фінансові активи, які включають у себе: грошові кошти, не обмежені для використання, та їх, еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи;

2) фінансові зобов'язання — включають фінансові зобов'язання, призначені для перепродажу та інші фінансові зобов'язання;

3) інструменти власного капіталу — це прості акції, частки та інші види власного капіталу;

4) похідні фінансові інструменти — ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні цінні папери.

Основою фінансових інструментів є цінні папери — це грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам.

Цінні папери можуть бути іменними або на пред'явника. Іменні цінні папери, не підлягають передачі, або передаються шляхом повного індосаменту (передавальним записом, який засвідчує перехід прав за цінним папером до іншої особи). Цінні папери на пред'явника обертуються вільно.

Усі цінні папери можуть бути використані для здійснення розрахунків, а також як застава для забезпечення платежів і кредитів.

Відповідно до Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року основними формами цінних паперів є:

Бездокументарна форма цінних паперів — це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на цінний папір.

Документарна форма цінних паперів — паперова форма цінного паперу, що містить реквізити відповідного виду цінного паперу певної емісії, дані про кількість цінних паперів та засвідчує сукупність прав, наданих цими паперами.

Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента про випуск цінних паперів, затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку при реєстрації випуску та є підставою для взяття цих цінних паперів на обслуговування Національною депозитарною системою як іменних цінних паперів у документарній формі, цінних паперів на пред'явника у документарній формі або цінних паперів у бездокументарній формі, іменна ідентифікація власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача.

Випуск у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

У разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі, емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій.

Відповідно до діючого законодавства в Україні можуть випускатися та обертатися на фондовому ринку такі види цінних паперів:

1. Основні (боргові та права власності):

- акції;
- облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик;
- облігації місцевих позик;
- облігації підприємств;
- казначейські зобов'язання республіки;
- ощадні сертифікати;
- інвестиційні сертифікати;
- векселі.

2. Похідні цінні папери (деривативи)

- форвардні (ф'ючерсні) контракти;
- опціони (варанти);
- депозитарні розписки (свідоцтва).

Далі більш детально зупинимося на характеристиці кожного виду цінних паперів.



Акція – це цінний папір без установленого строку обігу, що засвідчує дольову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства.

Акції можуть бути іменними та на пред'явника, привілейованими та простими. Громадяни вправі бути власниками, як правило, іменних акцій.

Обіг іменної акції фіксується у книзі реєстрації акцій, що ведеться товариством. До неї має бути внесено відомості про кожну іменну акцію, включаючи відомості про власника, час придбання акції, а також кількість таких акцій у кожного з акціонерів. По акціях на пред'явника у книзі реєструється їх загальна кількість.

Привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством, якщо інше не передбачено його статутом.

Привілейовані акції можуть випускатися з фіксованим у процентах до їх, номінальної вартості щорічно виплачуваним дивідендом. Виплата дивідендів провадиться у розмірі, зазначеному в акції, незалежно від розміру одержаного товариством прибутку у відповідному році. У тому разі коли прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів по привілейованих акціях провадиться за рахунок резервного фонду. Якщо розмір дивідендів, що виплачуються акціонерам, по простих акціях перевищує розмір дивідендів по привілейованих акціях, власникам останніх може провадитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує 10 процентів статутного фонду акціонерного товариства. Порядок здійснення переважного права на одержання дивідендів визначається статутом акціонерного товариства.

Власник акції має право на частину прибутку акціонерного товариства (дивіденди), на участь в управлінні товариством (крім

власника привілейованої акції), а також інші права, передбачені цим Законом, іншими законодавчими актами України, а також статутом акціонерного товариства.

Акція є неподільною. У разі коли одна і та ж акція належить кільком особам, усі вони визнаються одним власником акції і можуть здійснювати свої права через одного з них або через спільного представника.

Випуск акцій акціонерним товариством здійснюється у розмірі його статутного фонду або на всю вартість майна державного підприємства (у разі перетворення його в акціонерне товариство). Додатковий випуск акцій можливий у тому разі, коли попередні випуски акцій були зареєстровані і всі раніше випущені акції повністю оплачені за вартістю не нижче номінальної. Забороняється випуск акцій для покриття збитків, пов'язаних із господарською діяльністю акціонерного товариства.

Дивіденди по акціях виплачуються один раз на рік за підсумками календарного року в порядку, передбаченому статутом акціонерного товариства, за рахунок прибутку, що залишається у його розпорядженні після сплати встановлених законодавством податків, інших платежів у бюджет та процентів за банківський кредит.



Облігація – це цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу у передбачений у ньому строк із виплатою фіксованого процента (якщо інше не передбачено умовами випуску).

Облігації усіх видів розповсюджуються серед підприємств і громадян на добровільних засадах.

Випускаються облігації таких видів:

- а) облігації внутрішніх і місцевих позик;
- б) облігації підприємств.

Облігації підприємств випускаються підприємствами усіх передбачених законом форм власності, об'єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами і не дають їх власникам права на участь в управлінні. Облігації можуть випускатися іменними і на пред'явника, процентними і безпроцентними (цільовими), що вільно обертаються або з обмеженим колом обігу.

Облігації внутрішніх і місцевих позик випускаються на пред'явника, а обов'язковим реквізитом цільових облігацій є зазначення товару (послуг), під який вони випускаються.

Рішення про випуск облігацій внутрішніх і місцевих позик приймається відповідно Кабінетом Міністрів України і місцевими радами.

Рішення про випуск облігацій підприємств приймається емітентом і оформляється протоколом.

Акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму не більше 25 процентів від розміру статутного фонду і лише після повної оплати усіх випущених акцій. Випуск облігацій підприємств для формування і поповнення статутного фонду емітентів, а також для покриття збитків, пов'язаних з їх, господарською діяльністю, не допускається.

Облігації усіх видів придбаються громадянами лише за рахунок їх особистих коштів, а підприємства придбають облігації усіх видів за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків та процентів за банківський кредит.

Облігації усіх видів оплачуються в гривнях, а у випадках, передбачених умовами їх випуску, — в іноземній валюті. Незалежно від виду валюти, якою проведено оплату облігацій, їх вартість виражається у гривнях.

Доход по облігаціях усіх видів виплачується відповідно до умов їх випуску. Доход по облігаціях цільових позик (безпроцентних облігаціях) не виплачується. Власникові такої облігації надається право на придбання відповідних товарів або послуг, під які випущено позики. Якщо ціна товару до моменту його одержання перевищуватиме вартість облігації, то власник одержує товар по ціні, вказаній на облігації, а при одержанні більш дешевого товару він одержує різницю між вартістю облігації та ціною товару.

По облігаціях підприємств доходи виплачуються за рахунок коштів, що залишаються після розрахунків із бюджетом і сплати інших обов'язкових платежів. У разі невиконання чи несвоєчасного виконання емітентом зобов'язання по виплаті доходів по процентних облігаціях, надання права придбання відповідних товарів або послуг по безпроцентних (цільових) облігаціях чи погашення зазначеної в облігації суми у визначений строк стягнення відповідних сум провадиться примусово судом або арбітражним судом. Порядок викупу облігацій усіх видів, крім цільових, визначається при їх випуску.

Кошти, одержані від реалізації облігацій внутрішніх і місцевих позик, направляються відповідно до республіканського й місцевих бюджетів, до позабюджетних фондів місцевих рад, а кошти від розміщення облігацій підприємств направляються на цілі, визначені при їх випуску.

Облігації зовнішніх державних позик України — це цінні папери, що розміщуються на міжнародних та іноземних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

Облігації зовнішніх державних позик України можуть деномінуватися у конвертованій іноземній валюті і випускатися процентними, дисконтними та можуть бути іменними або на пред'явника, з вільним або обмеженим колом обігу.

Вони оплачуються виключно в конвертованій іноземній валюті відповідно до умов їх випуску. Емітентом облігацій зовнішніх державних позик України є держава в особі Міністерства фінансів України. Грошові кошти, одержані від розміщення таких облігацій, спрямовуються виключно до Державного бюджету України.

Рішення про випуск облігацій зовнішніх державних позик України в межах передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік зовнішніх джерел фінансування дефіциту Державного бюджету України приймається Кабінетом Міністрів України щодо кожного випуску.

Рішення про випуск облігацій зовнішніх державних позик України оформляється постановою Кабінету Міністрів України, якою затверджуються умови випуску. Умовами випуску облігацій зовнішніх державних позик України визначаються загальний обсяг випуску, номінальна вартість однієї облігації, валюта, в якій деномінуються облігації, строк виплати та розмір доходу, строк погашення тощо.

Рішення про випуск облігацій зовнішніх державних позик України поза межами передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік зовнішніх джерел фінансування дефіциту Державного бюджету України має визначати мету випуску, джерело погашення та підлягає затвердженню Верховною Радою України і набирає чинності після такого затвердження.

Первинне розміщення, обслуговування та погашення облігацій зовнішніх державних позик України здійснює Міністерство фінансів

України. З цією метою Міністерство фінансів України може залучати банки, інвестиційні компанії тощо. Відносини між Міністерством фінансів України і такими організаціями регулюються відповідними угодами згідно із законодавством України.

Виплата доходів і погашення облігацій зовнішніх державних позик України здійснюються виключно за кошти або за інші облігації державних позик за добровільною згодою сторін.



Казначейські зобов'язання України – вид цінних паперів на пред'явника, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету і дають право на одержання фінансового доходу.

Випускаються такі види казначейських зобов'язань:

- довгострокові — від 5 до 10 років;
- середньострокові — від 1 до 5 років;
- короткострокові — до одного року.

Рішення про випуск довгострокових і середньострокових казначейських зобов'язань приймається Кабінетом Міністрів України.

Рішення про випуск короткострокових казначейських зобов'язань приймається Міністерством фінансів України. У рішенні про випуск казначейських зобов'язань визначаються умови їх випуску.

Порядок визначення продажної вартості казначейських зобов'язань встановлюється Міністерством фінансів України виходячи з часу їх придбання.

Кошти від реалізації казначейських зобов'язань спрямовуються на покриття поточних видатків республіканського бюджету.

Виплата доходу по казначейських зобов'язаннях та їх погашення здійснюються відповідно до умов їх випуску, затверджених: по довгострокових і середньострокових зобов'язаннях – Кабінетом Міністрів України, короткострокових – Міністерством фінансів України.



Ощадний сертифікат – письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і процентів по ньому.

Ощадні сертифікати видаються строкові (під певний договірний процент на визначений строк) або до запитання, іменні та на

пред'явника. Іменні сертифікати обігу не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам є недійсним.

Доход по ощадних сертифікатах виплачується при пред'явленні їх для оплати в банк, що їх випустив. У разі коли власник сертифіката вимагає повернення депонованих коштів по строковому сертифікату раніше обумовленого в ньому строку, то йому виплачується понижений процент, рівень якого визначається на договірних умовах при внесенні депозиту.



Інвестиційний сертифікат – це цінний папір, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді.

Емітентом інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду виступає компанія з управління активами цього фонду.

Пайовий інвестиційний фонд створюється за ініціативою компанії з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів. Для створення пайового інвестиційного фонду компанія з управління активами має розробити та зареєструвати в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку регламент інвестиційного фонду, укласти договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна, зареєструвати пайовий інвестиційний фонд у реєстрі інституту спільного інвестування та організувати відкриту підписку на інвестиційні сертифікати фонду або їх приватне розміщення. Відкрита підписка на інвестиційні сертифікати здійснюється відповідно до порядку проведення відкритої підписки на цінні папери, встановленого законодавством, з урахуванням особливостей, встановлених законодавством України. Строк відкритої підписки на інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу не обмежується. Приватне розміщення інвестиційних сертифікатів здійснюється у порядку, встановленому компанією з управління активами.

Інвестиційні сертифікати надають кожному його власникові однакові права та можуть розміщуватися шляхом відкритого продажу або приватного розміщення. Випуск компанією з управління активами похідних цінних паперів на основі інвестиційних сертифікатів пайового

інвестиційного фонду, активами якого ця компанія управляє, не допускається. Дивіденди за інвестиційними сертифікатами відкритого та інтервального пайового інвестиційного фонду не нараховуються і не сплачуються. Кількість проголошених інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду зазначається у проспекті емісії.



Вексель – цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання, за яким одна особа зобов'язана сплатити іншій визначену суму коштів у визначений строк, правовий статус якого регулюється законодавством про вексельний обіг.

Вексельний обіг може охоплювати різні сфери. По-перше, відносини між банками та клієнтами при видачі банківських позичок (соло-векселя); по-друге, між суспільством та державою (казначейські векселя); по-третє, між фізичними та юридичними особами без посередництва банку.

В залежності від мети та характеру угоди, які лежать в основі випуску векселів, а також їх забезпечення розрізняють комерційні, фінансові та фіктивні векселя.

Комерційні векселя з'являються в обігу на основі угод із купівлі-продажу товарів у кредит, коли покупець, не володіючи в момент покупки грошима, пропонує продавцю вексель, який може бути як його власністю, так і чужим, але індосируваним, тобто таким, що містить передаточний напис. Комерційний вексель забезпечений тими сумами, які надійдуть від продажу куплених товарів. Такі векселя є основою вексельного обігу, бо вони обмежені конкретними строками та сумами проданих товарів в кредит.

Позичкові угоди в грошовій формі оформляються фінансовими векселями. Формалізація грошового зобов'язання фінансовим векселем є способом додаткового забезпечення своєчасного та точного його виконання з метою захисту прав кредиторів.

Векселя, походження яких не пов'язане з реальним переміщенням ні товарних, ні грошових цінностей називають фіктивними. До таких векселів відносять дружні, бронзові (дуті) та зустрічні векселя. Дружній вексель виникає тоді, коли одне підприємство є кредитоспроможним і «по дружбі» випишує вексель іншому, який має фінансові проблеми з метою одержання останнім грошової суми в банку шляхом врахування або застави даного векселя. Якщо партнер у свою чергу випишує

дружній вексель із метою гарантії оплати, то такий вексель називають зустрічним. Векселя, видані фіктивними або некредитоспроможними фірмами є бронзовими або дутими.

Векселя бувають також переказні (тратти), видані в формі безумовної пропозиції (наказу) здійснити платіж та прості, видані в формі безумовного зобов'язання здійснити платіж видані у формі безумовного зобов'язання здійснити платіж.

Особливість векселя як цінного паперу та боргового зобов'язання полягає в тому, що він є безумовним, безспірним, як правило, абстрактним, тобто не залежить від причин, які спонукали його видачу, зобов'язанням. Він може також виконувати функції платіжного засобу. Передача прав векселедержателя іншій особі здійснюється шляхом передаточного надпису на звороті векселя, який називається індосаментом. У випадку не оплати векселя в строк або відмови трасата (платник за векселем) від акцепту, власник векселя має повідомити особу, від якої він одержав вексель за надписом, про несплату та трасата – про відмову від акцепту.

Усі особи, які є трасантами, акцептантами, або вексельними поручителями, відповідають солідарне перед пред'явником векселя. Пред'явник може звертати свою вимогу до цих осіб окремо до кожного або до усіх разом та не зобов'язаний дотримуватися послідовності, із якою вказані особи, що видали свою зобов'язання.

Особливою групою цінних паперів є похідні цінні папери, які мають встановлені законодавством реквізити та засвідчують зобов'язання внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив та/або проводяться розрахунки на підставі ціни (величини) базового активу.



Дериватив – це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив (цінні папери) на визначених ним умовах у майбутньому.

Дериватив в будь-якому випадку укладається у письмовій формі та повинен містити всі передбачені законодавством реквізити. Оскільки дериватив є договором, то на нього поширюються також вимоги цивільного законодавства щодо договору.

Дериватив укладається у письмовій формі. Вимоги щодо певних бланків, на яких повинен був би друкуватись дериватив не встановлені,

так само немає вимог щодо обов'язкового нотаріального чи іншого посвідчення деривативу.

Дериватив може використовуватись як фінансовий інструмент, якщо передбачає попереднє фінансування постачальника (виробника). При цьому покупець деривативу може отримати дохід від тримання деривативу, що обчислюється як різниця між вартістю деривативу на момент його придбання та на момент його продажу (виконання).

Розвинутий фондовий ринок передбачає можливість появи деривативів без постачання, які на момент виконання виконуються грошовими коштами. Така операція є спекуляцією на можливій зміні ринкової вартості базового активу (акцій, облігацій, валюти тощо)

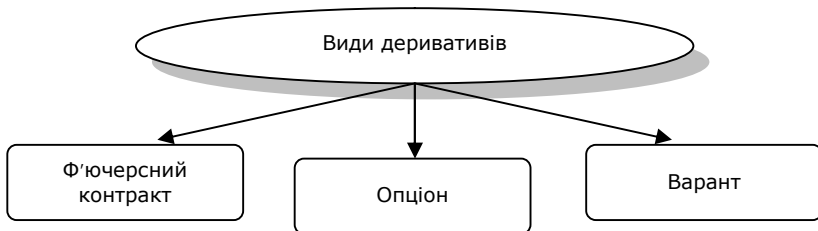


Рис. 4.1. Види деривативів

- *Ф'ючерсний контракт* – це стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) базовий актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, із фіксацією ціни на момент укладання зобов'язань сторонами контракту.

- *Опціон* – це стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) базовий актив на визначених умовах у майбутньому, із фіксацією ціни на момент укладання такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту.

- *Варант* – це різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом з власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власнику право на придбання простих акцій даного емітента протягом певного періоду за певною ціною.



Депозитарна розписка (свідоцтво) – це похідний цінний папір, що засвідчує право власності інвестора-резидента на визначену кількість цінних паперів іноземного емітента, загальний обсяг емісії який обліковується в іноземній депозитарній установі.

Емітентом депозитарної розписки можуть бути юридичні особи-резиденти, які є учасниками Національної депозитарної системи, за умови встановлення кореспондентських відносин між депозитарієм, у якому зберігається глобальний сертифікат на загальний обсяг емісії депозитарних розписок, та іноземною депозитарною установою, що веде облік права власності за цінними паперами, які лежать в основі депозитарних розписок.

Порядок випуску та обігу усіх цінних паперів регламентується Законом України «Про цінні папери та фондову біржу».

Зокрема, емітент має право на випуск акцій, облігацій підприємств із моменту реєстрації цього випуску в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку. Якщо подані для реєстрації акції, облігації підприємств пропонуються для відкритого продажу, тобто призначені для розміщення між юридичними особами і громадянами, коло яких заздалегідь визначити неможливо, то емітент зобов'язаний подати органу, що реєструє для реєстрації також інформацію про випуск цих цінних паперів.

Порядок реєстрації випуску облігацій підприємств і акцій, а також інформації про їх випуск визначається також Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Реєстрація випуску цінних паперів повинна бути проведена не пізніше як за 30 днів із моменту подачі заяви з доданням необхідних документів. Орган, який реєструє випуск цінних паперів або інформацію про випуск цінних паперів, зобов'язаний перевіряти відповідність поданих емітентом документів вимогам законодавства України.

Відмова в реєстрації може мати місце лише в разі порушення встановленого порядку або невідповідності поданих документів вимогам законодавства. У разі коли реєстрацію випуску цінних паперів у встановлений строк не проведено або в ній відмовлено з мотивів, які емітент вважає необґрунтованими, він може звернутися до суду.

Реєстрація випуску цінних паперів або інформації про випуск цінних паперів, що проводиться Державною комісією з цінних Паперів та фондового ринку, не може розглядатися як гарантія вартості цих цінних паперів. Загальний реєстр випуску цінних паперів ведеться Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Інформація про випуск акцій, облігацій підприємств, що пропонуються для відкритого продажу, крім реєстрації, підлягає

обов'язковому опублікуванню в органах преси Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України й офіційному виданні фондової біржі не менш як за 10 днів до початку передплати на ці цінні папери. Акції, облигації підприємств, що пропонуються для відкритого продажу, допускаються для розміщення не раніш як через 30 днів після опублікування оголошення про їх випуск.

У разі виникнення будь-яких змін в інформації про випуск акцій, облигацій підприємств, що пропонуються до відкритого продажу, емітент цінних паперів повинен опублікувати інформацію про зміни, що сталися, до закінчення 30-денного строку з дня опублікування інформації.

Орган, що реєструє має право у разі виявлення недостовірних даних в опублікованій інформації про випуск акцій, облигацій підприємств зупинити їх розміщення до того часу, поки емітент цих цінних паперів не внесе до неї відповідних змін.

Похідні цінні папери вводяться в обіг юридичними особами – суб'єктами підприємницької діяльності, які зобов'язуються виконувати, передбачені в інформації про випуск похідних цінних паперів.

Похідні цінні папери, що утворюються шляхом надання пропозицій щодо провадження певних дій, спрямованих на встановлення – зобов'язань, умов виконання яких передбачені у похідних цінних паперах, можуть бути утворені лише організатором торгівлі.

Випуск від імені держави похідних цінних паперів, базовим активом яких є державні цінні папери, здійснює за рішенням Кабінету Міністрів України Міністерство фінансів України. У рішенні Кабінету Міністрів України повинні визначатися основні умови випуску та обігу таких похідних цінних паперів. Випуск та інформація про випуск таких цінних паперів не підлягають реєстрації у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Для введення в обіг похідних цінних паперів емітент чи організатор торгівлі повинен узгодити можливість використання базового активу з:

- *Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку* – якщо базовим активом є цінні папери (крім державних), фондові індекси чи ставки прибутковості за цінними паперами;
- *Міністерством економіки України* – якщо базовим активом є товарні ресурси;

- *Національним банком України* – якщо базовим активом є кошти, їх ринкові характеристики та банківські метали;
- *Міністерством фінансів України* – якщо базовим активом є державні цінні папери.

Міністерство економіки України та Національний банк України можуть встановлювати квоти на обсяги використання відповідного базового активу.

4.3. Учасники ринку цінних паперів та їх функції

Основними учасниками ринку цінних паперів є:

Емітенти цінних паперів — це держава в особі уповноваженого органу, юридична особа й у випадках, передбачених законодавством, фізична особа. Емітент від свого імені випускає цінні папери і зобов'язується виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску.

Торговці цінними паперами — це суб'єкти, які вправі здійснювати такі види діяльності по випуску та обігу цінних паперів:

а) діяльність по випуску цінних паперів — ця діяльність визнається виконання торговцем цінними паперами за дорученням, від імені і за рахунок емітента обов'язків по організації передплати на цінні папери або їх реалізації іншим способом. При цьому торговець цінними паперами за домовленістю з емітентом може брати на себе зобов'язання у разі неповного розміщення цінних паперів викупити в емітента нереалізовані цінні папери;

б) комісійну діяльність по цінних паперах – це купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені, за дорученням і за рахунок іншої особи;

в) комерційну діяльність по цінних паперах – це купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені та за свій рахунок.

Здійснення діяльності по випуску та обігу цінних паперів, як виключної діяльності, допускається на основі дозволу, що видається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Дозвіл на здійснення усіх або окремих (крім комісійної) видів діяльності може бути видано торговцям цінними паперами, які мають внесений статутний фонд у розмірі не менш як 1000 неоподатковуваних мінімумів доходів

громадян, а на здійснення комісійної діяльності щодо цінних паперів – не менш як 200 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Торговець цінними паперами не може здійснювати торгівлю:

а) цінними паперами власного випуску;

б) акціями того емітента, у якого він безпосередньо або побічно володіє майном у розмірі більше 5 процентів статутного фонду.

Активним учасником ринку цінних паперів в Україні є Національна депозитарна система, яка складається з двох рівнів:

Верхній рівень – це Національний депозитарій України (який функціонує на основі Указу Президента України «Про Загальні засади функціонування національного депозитарію України» № 703/99 від 22 червня 1999 року) і депозитарії, що ведуть розрахунки для зберігачів та здійснюють кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Нижній рівень – це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Сферою діяльності Національної депозитарної системи є:

- стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;

- уніфікація документообігу щодо операцій з цінними паперами й нумерація цінних паперів, випущених в Україні, згідно з міжнародними стандартами;

- відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документарній, так і в бездокументарній формах;

- реальна поставка та переміщення з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;

- акумулювання доходів щодо цінних паперів, взятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками;

- регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;

- надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;

- розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем обслуговування обігу рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних із банківськими або іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі.

Перелік цінних паперів, що обслуговуються Національною депозитарною системою, встановлює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Основними учасниками Національної депозитарної системи є:

Депозитарії цінних паперів — це спеціалізована посередницька організація, яка забезпечує збереження й облік цінних паперів, обслуговує угоди, пов'язані з їх обігом, та у разі потреби — поставку паперових бланків фондових інструментів із своїх сховищ у місця, зазначені їх власниками; або це юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг й розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Фондова біржа чи учасники організаційно оформленого позабіржового ринку можуть бути засновниками депозитарію.

Клієнтами депозитарію є зберігачі, які уклали з ним депозитарний договір, емітенти щодо рахунків власних емісій, відкритих на підставі договорів про обслуговування емісії цінних паперів, а також інші депозитарії, із якими укладено договори про кореспондентські відносини.

Зберігачі цінних паперів — це організації, які мають дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітенту з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо тих цінних паперів, що належать йому, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунку в цінних паперах.

Комерційні банки, які мають дозвіл на здійснення діяльності по випуску та обігу цінних паперів, і торгівці цінними паперами за наявності відповідного дозволу мають право бути зберігачами, проводити за дорученням власника операції з депонованими цінними паперами і здійснювати іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, за винятком клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Клірингові депозитарії — це організації, які отримують, звіряють та поновлюють поточну інформацію, готують бухгалтерські та облікові документи, необхідні для виконання угод щодо цінних паперів, визначають взаємні зобов'язання, що передбачає взаємозалік, забезпечують та гарантують розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Взаєморозрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються на підставі розрахункових документів, наданих сторонами відповідно до

договорів, що передбачають перехід права власності па цінні папери, або інформації наданої фондовими біржами та організаційно оформленим позабіржовим ринком.

Правила та операційні стандарти клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням із Національним банком України та Міністерством фінансів України.

Реєстратори власників цінних паперів — це організації, які проводять перелік за станом на певну дату власників іменних цінних паперів, належних їм іменних цінних паперів, що є складовою системи реєстру та дає змогу ідентифікувати цих власників, кількість, номінальну вартість та вид належних їм іменним цінним паперам.

Органи державної влади, центри сертифікатних аукціонів і їх правонаступники не можуть вести реєстри і бути засновниками реєстраторів. Частка емітента цінних паперів у статутному фонді реєстратора не може перевищувати десяти відсотків. Емітент може вести власний реєстр самостійно, якщо кількість власників цінних паперів не перевищує кількості, визначеної Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Учасники ринку цінних паперів можуть об'єднуватися в саморегульвні організації. Це організації професійних учасників ринку цінних паперів, які створюються згідно з Рішенням Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку України «Щодо затвердження основних засад розвитку саморегулювання на фондовому ринку України» за № 350 від 22 листопада 2001 року, за принципом — одна саморегульвна організація з кожного виду професійної діяльності.

Саморегульвна організація повинна об'єднувати не менше ніж 25% кількості професійних учасників ринку цінних паперів, які здійснюють певний вид (види) професійної діяльності, за винятком саморегульвних організацій організаторів торгівлі та установ, що здійснюють розрахунково-клірингову діяльність.

Основними завданнями саморегульвних організацій є:

- встановлення правил, стандартів та вимог до здійсненім діяльності з цінними паперами, норм та правил поведінки, вимог до професійної кваліфікації фахівців – членів саморегульвних організацій та здійснення контролю за їх дотриманням членами організацій;

- сприяння умовам здійснення підприємницької діяльності членами саморегульвної організації;

- розробка та впровадження заходів щодо захисту прав членів саморегульованої організації, розгляд скарг клієнтів — членів саморегульованих організацій, які входять до їх складу, щодо порушення професійними учасниками ринку цінних паперів вимог чинного законодавства;
- впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між членами саморегульованої організації та між членами саморегульованої організації та їх клієнтами;
- ініціювання вдосконалення нормативної та законодавчої бази ринку цінних паперів;
- представництво інтересів членів саморегульованої організації та інших учасників ринку цінних паперів в органах державної влади, судах, інших організаціях з метою захисту їх інтересів.

4.4. Інститути фондового ринку

Фондова біржа — це акціонерне товариство, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та здійснює свою діяльність відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондову біржу», інших актів законодавства України, статуту і правил фондової біржі.

Фондову біржу може бути створено не менш як 20 засновниками — торговцями цінними паперами, які мають дозвіл на здійснення комерційної й комісійної діяльності по цінних паперах за умови внесення ними до статутного фонду не менш як 10000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Фондова біржа — організація, яка створюється без мети отримання прибутку та займається виключно організацією укладання угод купівлі та продажу цінних паперів та їх похідних. Вона не може здійснювати операції з цінними паперами від власного імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функції депозитарію.

Фондова біржа працює за такими принципами:

- перевірка якості й надійності цінних паперів;
- встановлення на основі аукціонної торгівлі єдиного курсу на однакові цінні папери одного емітенту;
- гласність біржових операцій.

Фондова біржа виконує такі функції:

- відкриває доступ підприємствам до позичкового небанківського капіталу;
- координує розміщення державних цінних паперів;
- забезпечує переміщення фінансового капіталу з однієї сфери діяльності в іншу;
- впорядковує ринкові відносини з приводу обігу фінансових інструментів.

Діяльність фондової біржі припиняється у тому разі, коли число її членів стало менше 10. Якщо у фондовій біржі залишилося 10 членів, її діяльність припиняється у разі неприйняття нових членів протягом шести місяців. Діяльність фондової біржі припиняється відповідно до законодавства України про акціонерні товариства та інші види господарських товариств. Основними учасниками фондових бірж є:

Брокерські компанії — це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів.

Дилерські компанії — це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу третім особам.

Маклери — це особи, які виступають посередниками при укладання угод на біржі.

Залежно від виду торгівельної діяльності члени біржі поділяються на чотири категорії:

- брокер-комісіонер збирає у брокерських фірм заявки клієнтів, доставляє їх в зал біржі і відповідає за їх виконання;
- біржовий брокер виконує доручення інших брокерів;
- біржовий трейдер здійснює операції лише за власний рахунок, правилами біржі йому заборонено виконувати розпорядження клієнтів;
- «спеціаліст» виконує три основні функції: здійснює виконання заявок з певними групами цінних паперів, діючи при цьому, як брокер; діє як дилер, тобто купує та продає цінні папери за власний рахунок; виконує завдання підтримки стабільності на ринку певних цінних паперів шляхом компенсації тимчасових дисбалансів попиту та пропозиції. Спеціаліст є центральною фігурою на фондовій біржі.

Усі операції на фондовій біржі поділяють на: касові (спотові) та строкові.

Касова угода (спотова) — її особливість у тому, що цінні папери оплачуються та передаються покупцю, як правило, в день угоди або протягом 1-3 днів. Ринок таких угод називається касовим (спотовим), а ціна касовою (спотовою). Ці угоди передбачають первинне розміщення цінних паперів та їх вторинний перепродаж. До первинного розміщення через біржу приймаються цінні папери, які пройшли лістинг (експертизу) в експертній групі біржі. Вторинний перепродаж цінних паперів заключається в наступному:

- угоди здійснюються за паперами, які котуються на біржі;
- котування складається виходячи з реальних біржових цін попиту та пропозиції;
- доручення брокерам на покупку та продаж цінних паперів даються у формі наказу.

Угоди, які мають предмет поставки активу у майбутньому називаються строковими. Предметом строкових угод можуть бути будь-які активи. До строкових угод відносять: опціони, ф'ючерси, варанти.

З точки зору строків виконання опціони поділяють на:

- Американський опціон, який може бути виконаний у будь-який день до закінчення строку контракту. ,
- Європейський опціон, який здійснюється лише в день закінчення строку контракту.

Першими фондовими біржами у світі були Амстердамська біржа (1602 р.), Лондонська (1770 р.), Нью-Йоркська біржа (1792 р.). Спочатку розвиток бірж був пов'язаний з ростом державного боргу, тому що вкладені в облігаційні позики капітали могли перетворюватися в гроші. Після того, як з'явилися перші акціонерні товариства, об'єктом біржового обороту стають акції.

Сьогодні у світі налічується близько 200 фондових бірж, об'єднаних у Міжнародну федерацію фондових бірж. Найбільшими з них є фондові біржі Нью-Йорка, Лондона та Токіо — на них припадає до 60% загальносвітового обсягу торгівлі цінними паперами. У кожній країні існує своя інтернаціональна, історично сформована система бірж. З огляду на роль, яку відіграють біржі у національних фінансово-інвестиційних системах, можна виділити країни з моно- і поліцентричною організацією фондових бірж.

Кількість фондових бірж в окремих країнах світу

Країна	Кількість фондових бірж
Австралія, Австрія. Угорщина, Греція, Данія, Ізраїль, Ірландія, Корея, Люксембург. Мексика, Норвегія, Чехія. Словаків. Тайвань. Терція. Нова Зеландія.	1.
Венесуела, Індонезія, Єгипет, Китай, Пакистан, Португалія	2.
Бельгія. Колумбія. Філіппіни, Швейцарія	3.
Іспанія	4.
Аргентина. Канада	5.
Велика Британія	6.
США, Франція	7.
Німеччина, Японія	8.
Бразилія	9.
Італія	10.
Індія (більше 10 бірж)	19.

В Україні станом на 2013 рік функціонують 10 фондових бірж:

- ПАТ «Українська біржа» (м. Київ)
- ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа» (м. Київ)
- ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» (м. Дніпропетровськ)
- ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» (м. Київ)
- ПрАТ «Українська Міжнародна Фондова Біржа» (м. Київ)
- ПАТ «Київська Міжнародна Фондова Біржа» (м. Київ)
- ПАТ «Фондова біржа ПФТС» (м. Київ)
- ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» (м. Дніпропетровськ)
- ПрАТ «Фондова біржа «Іннекс» (до 2006 року — АТ «Донецька фондова біржа») (м. Київ)
- ПрАТ «Українська фондова біржа» (м. Київ)

Їх призначення – створення та впровадження організаційної та технічної систем в Україні, які б надавали б можливість швидко та ефективно укласти й виконувати угоди купівлі-продажу цінних паперів.

Завдання для самоперевірки знань

1. Дайте визначення фінансовим інвестиціям.
2. Які існують форми фінансового інвестування?
3. Наведіть класифікацію фондових інструментів за їх інвестиційними якостями.
4. Охарактеризуйте основні фондові інструменти інвестування.
5. Які ви знаєте похідні цінні папери?
6. Хто є основними учасниками ринку цінних паперів?
7. Із скількох рівнів складається Національна депозитарна система?
8. У чому полягають завдання саморегулюючих організацій?
9. Які функції виконує фондова біржа?
10. Назвіть кількість фондових бірж, що діють на ринку цінних паперів України.

Розділ V. УПРАВЛІННЯ ІННОВАЦІЙНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

- 5.1 Економічна сутність інновацій та інноваційного процесу.
- 5.2 Об'єкти та суб'єкти інноваційної діяльності та їх функції.
- 5.3 Інвестиції та інновації – дві нерозривно пов'язані сфери економічної діяльності.
- 5.4 Інструменти державної підтримки інноваційної діяльності в Україні.
- 5.5 Джерела фінансування інноваційних інвестицій.

Основні поняття: *інновації, інноваційний продукт, інноваційна продукція, інноваційний проект, інноваційне підприємство, інноваційна інфраструктура, інтенція, ініціація, дифузія, інноваційна діяльність, винахід, корисна модель, промисловий зразок, знак для товарів і послуг, технополіс, науково-технологічний парк, трансфертна технологія, бізнес-інкубатори, венчурні (ризикові) компанії, лізинг.*

5.1. Економічна сутність інновацій та інноваційного процесу

Основною формою реальних інвестицій є інноваційні інвестиції, які реалізуються в процесі інноваційної діяльності підприємства. Згідно закону України «Про інноваційну діяльність» під інноваціями розуміють – новостворені (застосовані) і (або) удосконалені конкурентоспроможні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і (або) соціальної сфери.

Під інноваційно-інвестиційним процесом можна розуміти постановку мети інвестування, пов'язану зі зміною якісних характеристик системи, вибір об'єкту інноваційного інвестування, реалізацію та контролінг інвестицій з метою отримання нового ефекту.

Інноваційна теорія, не зважаючи на відносно молодий вік, пройшла багато етапів становлення. При цьому погляди науковців розрізнялися, в основному, в питаннях поступовості розвитку технологічного та технічного процесу та класифікації інновацій та інноваційних процесів. Проведений аналіз існуючих визначень дозволив зробити деякі

висновки, визначивши загальні тенденції для більшості науковців:

- інновацію можна охарактеризувати, виходячи з її чіткої спрямованості на кінцевий результат (отримання прибутку на ринку, задоволення конкретних суспільних потреб);
- інновація розглядається як результат складного процесу, який передбачає різноманітні зміни, причому не лише технологічного, але і економічного, соціального та організаційного характеру;
- інновація забезпечує економічний, соціальний, науково-технічний та інші види ефектів у довготривалій перспективі.

Виділяють:

1) за типом новизни на ринку:

- інновації нові для галузі у світі;
- нові для галузі в країні;
- нові для даного підприємства (групи підприємств).

2) за місцем в системі (на підприємстві, у фірмі) можна виділити:

- інновації на вході підприємства (зміни у виборі і використанні сировини, матеріалів, машин і устаткування, інформації й інше);
- інновації на виході підприємства (вироби, послуги, технології, інформація й інше);
- інновації системної структури підприємства (управлінської, виробничої, технологічної).

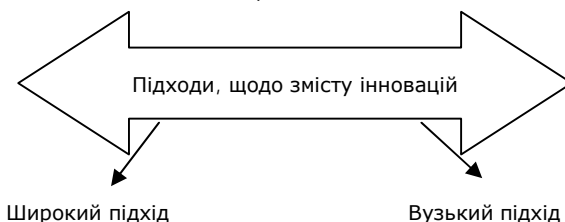


Рис. 5.1. Підходи інновацій

Класичною позицією широкого підходу вважають викладене австрійським економістом І. Шумпетером ще у 1913 р. в роботі «Теорія економічного розвитку» розуміння цього процесу як такого, що складається з п'яти основних варіантів:

- введення нового товару (товару, з яким не знайомий споживач, або товару нового виду);

- впровадження нового методу виробництва продукції (методу, який раніше не використовувався в даній галузі промисловості);
- відкриття нового ринку, на якому дана галузь промисловості даної країни не була представлена;
- завоювання нового джерела сировини та напівфабрикатів;
- впровадження нової організаційної структури в будь-якій галузі.

Більша частина економістів стоїть на позиції більш вузького підходу. Вони обмежують галузь інновації науково-технічними і технологічними питаннями.

Сутність інновацій у розвитку ринкової економіки полягає в задоволенні нових суспільних потреб через процеси створення, поширення і споживання нових товарів на основі використання результатів наукових та науково-технічних робіт, що формує її руйнування в рутинних виробничо-господарських процесах і змушує ринкову економіку піднятися на новий рівень динамічної рівноваги.

Інновацію слід розглядати як товар з високим рівнем невизначеності при одержанні науково-технічного результату; ризиком тимчасового розриву між витратами і результатами при фінансуванні; невизначеністю попиту; неможливістю споживання без певного мінімуму наукових знань, професійної компетенції й необхідної інформованості, що відповідає попередній підготовці та перекваліфікації персоналу; здатністю до множинної мультиплікації доходів при відповідному захисті інтелектуальної власності й конкуренції покупців.

Згідно закону України «Про інноваційну діяльність» розрізняють наступні категорії:

- *інновації* – новостворені (застосовані) і (або) вдосконалені конкурентоспроможні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і (або) соціальної сфери;
- *інноваційний продукт* – результат науково-дослідної і (або) дослідно-конструкторської розробки, що відповідає вимогам, встановленим цим Законом;
- *інноваційна продукція* – нові конкурентоспроможні товари чи послуги, що відповідають вимогам, встановленим цим Законом;
- *інноваційний проект* – комплект документів, що визначає процедуру і комплекс усіх необхідних заходів (у тому числі

інноваційних) щодо створення та реалізації інноваційного продукту і (або) інноваційної продукції;

- *пріоритетний інноваційний проект* – інноваційний проект, що належить до одного з пріоритетних напрямів інноваційної діяльності, затверджених Верховною Радою України;

- *інноваційне підприємство (інноваційний цент, технопарк, технополіс, інноваційний бізнес-інкубатор тощо)* – підприємство (об'єднання підприємств), що розробляє, виробляє і реалізує інноваційні продукти і (або) продукцію чи послуги, обсяг яких у грошовому вимірі перевищує 70 відсотків його загального обсягу продукції і (або) послуг;

- *інноваційна інфраструктура* – сукупність підприємств, організацій, установ, їх об'єднань, асоціацій будь-якої форми власності, що надають послуги із забезпечення інноваційної діяльності (фінансові, консалтингові, маркетингові, інформаційно-комунікативні, юридичні, освітні тощо).

Розрізняють такі основні типи інновацій:

- товарна інновація – введення нового продукту;
- технологічна інновація – введення нового методу виробництва;
- ринкова інновація – це створення нового ринку товарів або послуг;
- маркетингова інновація – освоєння нового джерела постачання сировини або напівфабрикатів;
- управлінська інновація – реорганізація структури управління;
- соціальна інновація – впровадження заходів щодо покращення життя населення;
- екологічна інновація – впровадження заходів щодо охорони навколишнього середовища.

Розрізняють наступну класифікацію інновацій за такими ознаками:

1. За результатами (наукові, технічні, конструкторські, виробничі, інформаційні);
2. За темпами впровадження (стрибокподібні, швидкі, зростаючі, уповільнені, затухаючі);
3. За масштабами (глобальні, транснаціональні, регіональні, місцеві);
4. За результативністю (зростаючі, високі, низькі, стабільні);
5. За характером ефективності (фінансові, бюджетні, економічні, соціальні);

6. За розповсюдженням (одиночні, дифузійні);
7. За охопленням очікуваної частини ринку (локальні, системні, стратегічні);
8. За глибиною внесених змін (радикальні, базові, покращуючі, модифікаційні);
9. За місцем у виробничому процесі (сировинні, технологічні, продуктові).

Інновації можна також розглядати і як вкладення інвестиційного капіталу в нововведення, які приводять до кількісних або якісних змін в підприємницькій діяльності. Інноваціям передують науково-виробнича діяльність, пов'язана з появою нововведення. Ідея нововведення може бути зароджена у вигляді:

Інтенції — це ідея, пропозиція або проект, які після опрацювання перетворюються в інновацію.

Ініціація — це рекомендації щодо удосконалення науково-технічної, організаційної, виробничої або комерційної діяльності, метою яких є початок інноваційного процесу або його розвиток.

Дифузія — це процес передачі нововведення по комунікаційним каналам між членами соціальної системи в часі. Нововведеннями можуть виступати ідеї, технології тощо, які є новими для суб'єкта господарювання. Це означає, що дифузія інновації — це розповсюдження вже одного разу освоєної й впровадженої інновації у нових умовах (див. рис. 5.2).

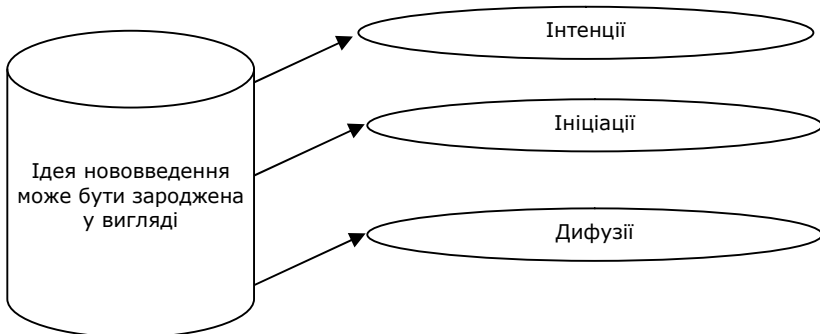


Рис. 5.2. Вигляд ідеї нововведення

У реальних інноваційних процесах швидкість дифузії нововведення залежить від таких факторів, як: 1) спосіб передачі інформації;

- 2) форма прийняття рішення; 3) властивості соціальної системи;
4) властивості самого нововведення.

Підготовка, обґрунтування, освоєння й контроль за впровадженням нововведення є інноваційною діяльністю.

Інноваційна діяльність — це діяльність, що спрямована на використання й комерціалізацію результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює випуск на ринок нових конкурентоспроможних товарів та послуг. Вона включає в себе:

- випуск та розповсюдження нових видів техніки та технологій,
- прогресивні міжгалузеві структурні зрушення;
- реалізацію довгострокових науково-технічних програм із великими термінами окупності витрат;
- фінансування фундаментальних досліджень для здійснення якісних змін у стані виробничих сил країни,
- розробку й впровадження нових ресурсозберігаючих, технологій, спрямованих на покращення соціального стану населення, екологічної ситуації тощо (див. рис. 5.3).

Інноваційна діяльність включає:

- Випуск та розповсюдження нових видів техніки та технологій;
- Прогресивні міжгалузеві структурні зрушення;
- Реалізацію довгострокових науково-технічних програм із великими термінами окупності витрат;
- Фінансування фундаментальних досліджень для здійснення якісних змін у стані виробничих сил країни;
- Розробку й впровадження нових ресурсозберігаючих технологій, спрямованих на покращення соціального стану населення, екологічної ситуації тощо.

Рис. 5.3. Склад інноваційної діяльності

Інноваційна діяльність складається з інноваційного процесу, який охоплює весь комплекс відносин виробництва та споживання та представляє собою період від зародження ідеї до її конкретної реалізації (тобто, фундаментальні дослідження, прикладні дослідження, розробка і проектування, освоєння, промислове виробництво, маркетинг, збут).

Інноваційний процес у різних сферах діяльності внаслідок розвитку науково-технічного прогресу може проходити різні щодо тривалості й

витратам етапи. У виробничому (інвестиційному) середовищі цей процес проходить такі стадії:

- 1) сертифікація (патентування) ідеї;
- 2) наукове й техніко-економічне обґрунтування нового продукту або технології;
- 3) експериментальне освоєння зразків;
- 4) доведення до промислового виробництва;
- 5) одержання нового продукту у необхідному обсязі для його комерціалізації.

Враховуючи ці стадії, розрізняють три форми інноваційного процесу:

- простий внутрішньо організаційний (натуральний);
- простий між організаційний (товарний);
- розширений.

Простий внутрішньо організаційний інноваційний процес — це процес створення й використання нововведення у межах однієї організації.

Простий міжорганізаційний інноваційний процес передбачає відокремлення функцій створення й виробництва нововведення від функції його споживання. Це означає, що воно стає предметом купівлі-продажу.

Розширений інноваційний процес знаходить свій вираз у появі нових виробників нововведення, у порушенні монополії виробника — початківця, що сприяє за допомогою взаємної конкуренції удосконаленню споживчих якостей товару.

Сьогодні в Україні головними цілями науково-технічного та інноваційного розвитку є:

- a) підвищення ролі наукових та технологічних факторів у подоланні кризових явищ у соціально-економічному розвитку України;
- b) створення ефективних механізмів збереження, розвитку та ефективного використання національного науково-технологічного потенціалу;
- c) технологічне переобладнання і структурна перебудова виробництва з метою нарощування випуску товарів, конкурентоспроможних на світовому та внутрішньому ринках;
- d) збільшення експортного потенціалу за рахунок наукоємних галузей виробництва, зменшення залежності економіки від імпорту;
- e) організаційне включення інноваційних факторів до соціально-економічного розвитку держави;

ф) відродження творчої діяльності винахідників та раціоналізаторів виробництва;

г) розвиток людини як особистості, збереження та захист її здоров'я.

Об'єктивна необхідність формування ринку інновацій викликана такими причинами:

- суспільним поділом праці й спеціалізацією в інноваційній сфері. Ні один з учасників інноваційної діяльності не може жити за рахунок повного самозабезпечення, вони займаються найрізноманітнішими видами інноваційної діяльності, що пояснюється принципом порівняльної переваги;

- економічною відособленістю виробників, впроваджувачів і розповсюджувачів нововведень, що історично виникає на базі приватної індивідуальної інтелектуальної власності й потім поширюється на колективну промислову приватну власність на інновації. Якщо в суспільстві суб'єкти інноваційної діяльності не наділені правами власності, то ринку інновацій не буде, тому що він може існувати тільки для нововведень, права власності на які можуть встановлюватися, реалізовуватися і передаватися.

Усі визначення ринку інновацій виражають єдину сутність – економічні зв'язки купівлі-продажу між людьми в процесі руху нових товарів. Розбіжності полягають в тому, що кожне визначення знаходиться у певній субординації, певному наближенні чи віддаленні від сутності рівня розвитку ринку.

Сучасний стан ринку інновацій в Україні характеризується такими рисами:

- незначною активізацією інноваційної діяльності підприємств, які займаються дослідженнями і розробкою, що несприятливо позначається на конкуренції в пропозиції інновації, посилюючи елементи процесу монополізації;

- поглибленням колосального розриву між наукою, яка пропонує нововведення, і промисловістю, що пропонує нововведення у вигляді нової техніки і технології;

- нерозвиненістю внутрішнього ринку інновацій через те, що ринкові відносини в інноваційній сфері мають випадковий характер;

- монополізмом виробника нововведень, напівзакритістю ринків інновацій через монополні бар'єри входу і виходу;

- незбалансованістю попиту та пропозиції, недостатністю фінансування завершених розробок нововведень;
- низьким платоспроможним попитом на ринку інновацій, незважаючи на виникнення нових потреб українських споживачів, що можуть бути задоволені тільки за рахунок інновацій;
- більш вираженим і переважним платоспроможним попитом на предмети споживання;
- значним переважанням дійсного попиту на інновації над реалізованим через високу частку незадоволеного попиту;
- реалізований попит на інновації через низьку платоспроможність відбиває недостатню кількість організаційних і технологічних заходів, що на основі володіння патентом на винахід впроваджують нововведення;
- розквітом тіньової економіки, «сірого» і «чорного» ринків інтелектуальних продуктів;
- обсяг пропозиції закінчених інновацій українських виробників не підвищується, незважаючи на зростання цін на них, збільшується тільки пропозиція ідей нововведень без закінченості прикладних розробок, унаслідок дефіциту інвестиційного капіталу і платоспроможного попиту;
- існуванням екзогенного попиту на інновації відносно невеликої кількості нововведень за рахунок держзамовлень і іноземних інвесторів, а ендогенний попит – вкрай низький;
- якщо на мікрорівні індивідуальна пропозиція інновацій усе-таки існує і повільно зростає, особливо в регіонах з потужним науково-технічним комплексом оборонної промисловості, то на макрорівні сукупна внутрішня пропозиція інновацій у вигляді закінчених НДДКР вкрай незначна;
- в умовах науково-технічної деградації виробництва значна кількість вітчизняних підприємств без модернізації забезпечують нееластичну пропозицію інновацій, незважаючи на зростання цін на інновації українські виробники не можуть істотно збільшити пропозицію нововведень;
- об'єктивною нееластичністю попиту на інновації за їх ціною, але високою еластичністю за доходом через дефіцит власних оборотних коштів, дорожнечу позикових ресурсів, "проїдання капіталу" і брак грошей, дефляційну політику держави;

- деформацією економічних інтересів суб'єктів ринкових відносин в інноваційній сфері (інтерес не продати, а приховати нововведення, відсутність мотивації до ефективної праці, ризику);

- низьким рівнем розвитку інфраструктури ринку інновацій, зокрема системи фінансово-бюджетного регулювання і стимулювання інноваційної активності.

Розвиток ринку інновацій в Україні здійснюється за такими напрямками: у межах корпоративно-монополістичних форм великих господарських систем і нерозвиненості реальної самостійності малих інноваційних підприємницьких структур, різних форм вільного асоціювання усередині інноваційної діяльності; розширення сфери ринкових відносин усередині інноваційного процесу; формування нових ринків інновацій (становлення ринків інтелектуальної продукції, людського капіталу, венчурного капіталу, інноваційного кредиту, інноваційних підприємств, високих технологій), генезис яких буде специфічною рисою переходу до постіндустріальної ринкової економіки.

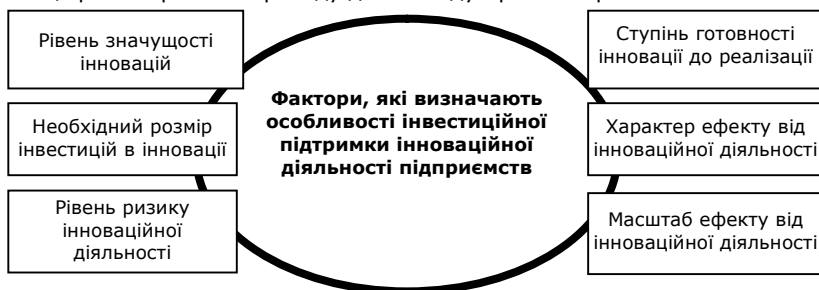


Рис. 5.4. Фактори, які визначають особливості інвестиційної підтримки інноваційної діяльності підприємств

Слід відмітити, що термін «інновація» почав застосовуватись у вітчизняній літературі пізніше, ніж за кордоном. Його зміст розкривається, зокрема, у словниках. В більш ранніх виданнях і навіть у виданому у 1990 р. терміну інновація ще немає. В той же час, за кордоном це поняття виникло на початку минулого ХХ століття і отримало подальший розвиток та аналіз у 30-ті роки. Найбільш інтенсивно проблема інновацій та їх оцінки почала розвиватися у 60-ті роки минулого сторіччя у зв'язку із різким зростанням масштабу та складності виконуваних НДР та ДКР, особливо у авіакосмічній, атомній та радіоелектронній промисловості, при розвитку біотехнологій.

5.2 Об'єкти та суб'єкти інноваційної діяльності та їх функції

Інноваційна діяльність включає в себе процес доведення наукової ідеї або технічного винаходу до стадії практичного використання, що приносить дохід, а також прив'язані з цим процесом техніко-економічні та інші зміни у соціальному середовищі.

У зв'язку з цим, об'єктами інноваційної діяльності є:

1. Інноваційні програми та проекти.
2. Нові знання та інтелектуальні продукти.
3. Виробниче обладнання та процеси.
4. Інфраструктура виробництва й підприємництва.
5. Організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і соціальної сфери.
6. Сировинні ресурси, засоби їх видобування й переробки.
7. Товарна продукція.
8. Механізми формування споживчого ринку і збуту товарної продукції (див. рис. 5.5).

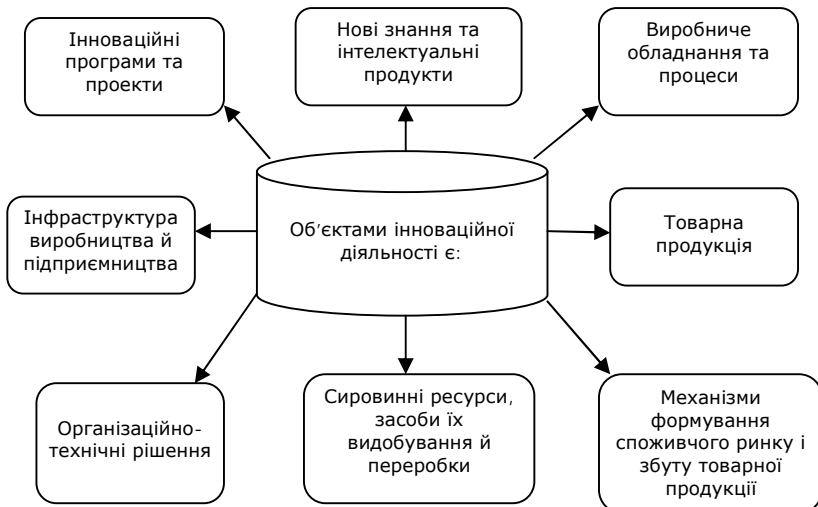


Рис. 5.5. Об'єктами інноваційної діяльності

Найчастіше об'єкти інноваційної діяльності виступають у формі інноваційного проекту — це комплекс документів, що визначає

процедуру і комплекс усіх необхідних заходів (у тому числі інвестиційних) щодо створення й реалізації інноваційного продукту або інноваційної продукції. Інноваційним визнається проект, яким передбачаються розробка, виробництво й реалізація інноваційного продукту і (або) інноваційної продукції, державна підтримка реалізації інноваційного проекту надається за умови його державної реєстрації.

Результатом виконання інноваційного проекту і науково-дослідною і (або) дослідно-конструкторською розробкою нової технології (у тому числі — інформаційної) чи продукції з виготовленням експериментального зразка чи дослідної партії є інноваційний продукт, який має відповідати таким вимогам:

а) він є реалізацією (впровадженням) об'єкта інтелектуальної власності (винаходу, корисної моделі, промислового зразка, топографії інтегральної мікросхеми, селекційного досягнення тощо), на які виробник продукту має державні охоронні документи (патенти, свідоцтва) чи одержані від власників цих об'єктів інтелектуальної власності ліцензії, або реалізацією (впровадженням) відкриттів. При цьому використаний об'єкт інтелектуальної власності має бути визначальним для даного продукту;

б) розробка продукту підвищує вітчизняний науково-технічний і технологічний рівень;

в) в Україні цей продукт вироблено (буде вироблено) вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншим аналогічним продуктом, представленим на ринку. Крім того, він є конкурентоспроможним і має суттєво вищі техніко-економічні показники.

Рішення про кваліфікування продукту інноваційним приймає Установа чи її регіональне відділення за результатами експертизи.

Об'єктом інноваційної діяльності може бути й інноваційна продукція — це нові конкурентоспроможні товари чи послуги. Інноваційною вона може бути визнана, якщо відповідає таким вимогам:

а) вона є результатом виконання інноваційного проекту;

б) така продукція виробляється (буде вироблена) в Україні вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншою аналогічною продукцією, представленою на ринку, є конкурентоспроможною і має суттєво вищі техніко-економічні показники.

Інноваційна продукція може бути результатом тиражування чи застосування інноваційного продукту, крім того, інноваційною

продукцією може бути визнано інноваційний продукт, якщо він не призначений для тиражування.

Однією з форм інноваційних інвестицій є Інтелектуальні інвестиції, які здійснюються в таких видах:

а) придбання виключних прав користування (патенти, ліцензії, промислові зразки, товарні знаки).

б) придбання інформаційних послуг, наймання спеціалістів за контрактом або разове придбання консультацій, експертиз, рекомендацій.

в) придбання інтелектуальної продукції у матеріальній формі (проектної документації, методик, програм, ноу-хау) у вигляді друкованої продукції, програмного забезпечення, аудіо чи відео запису.

г) вкладання в людський капітал — це витрати на освіту, підготовку, перепідготовку, навчання, охорону здоров'я.

Інтелектуальні інвестиції тісно пов'язані з інтелектуальною власністю, яка може існувати у таких видах:

- *винахідкова* — це власність, яка запатентована або захищена авторським правом;

- *інформаційна* — це власність, яка існує у вигляді придбаних знань, ідей, досвіду, навичок, кваліфікації. Така власність немає правового захисту, вона реалізується на контрактних засадах у вигляді інформаційних послуг через навчання, освіту, публікацію;

- *ліцензійна* — це власність, яка існує або реалізується шляхом придбання інвестором права володіння чи користування, зафіксованих ліцензіями.

Відповідно до видів інтелектуальної власності розрізняють такі об'єкти інтелектуальних інвестицій:

- *винахід* — це технологічне (технічне) рішення, що відповідає умовам патентоздатності (новизні, винахідницькому рівню і промисловій придатності). Право власності на винахід закріплюється патентом на 20 років;

- *корисна модель* — нове і промислово придатне конструктивне виконання пристрою, яке закріплюється патентом на 5 років із можливим продовженням ще на 3 роки;

- *промисловий зразок* — це результат творчої діяльності людини в галузі художнього конструювання, який визначає зовнішній вигляд промислового виробу і призначений для задоволення естетичних та

ергономічних потреб. Патенти на промислові зразки видаються терміном на 10 років із можливим продовженням строку ще на 5 років;

Інноваційна продукція – це нові конкурентоздатні товари чи послуги. Інноваційною вона може бути визнана, якщо відповідає таким вимогам:

Вона є результатом виконання інноваційного проекту

Така продукція виробляється (буде вироблена) в Україні вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншою аналогічною продукцією, представленою на ринку, є конкурентоздатною і має суттєво вищі техніко-економічні показники.

Інтелектуальні інвестиції здійснюються у таких випадках:



придбання виключних прав користування (патенти, ліцензії, промислові зразки, товарні знаки);



придбання інформаційних послуг, наймання спеціалістів за контрактом або разове придбання консультацій, експертиз, рекомендацій;



придбання інтелектуальної продукції у матеріальній формі (проектної документації, методик, програм, ноу-хау) у вигляді друкованої продукції, програмного забезпечення, аудіо чи відео запису;



придбання інформаційних послуг, наймання спеціалістів за контрактом або разове придбання консультацій, експертиз, рекомендацій;



вкладання в людський капітал – це витрати на освіту, підготовку, перепідготовку, навчання, охорону здоров'я.

Рис. 5.6. Випадки інтелектуальних інвестицій

- *знак для товарів і послуг* — це позначення, за яким товари та послуги одних осіб відрізняються від однорідних товарів і послуг інших осіб. Об'єктом знаку можуть бути словесні, зображувальні, об'ємні та інші позначення або їх комбінації, виконані у будь-якому кольорі чи поєднанні кольорів. Право власності на знаки закріплюється патентом на 10 років із можливим подовженням кожні 10 років (див. рис. 5.7).

Об'єктами інтелектуальної власності можуть бути також наукові теорії, математичні методи, плани, правила, програми для обчислювальних машин, художні вироби тощо.

Окремі об'єкти інтелектуальної власності реєструються в Державному комітеті України з питань інтелектуальної власності (Державний патент України), а на інші, зокрема, наукові праці, літературні та мистецькі твори діють норми авторського права, закріплені громадянським кодексом.

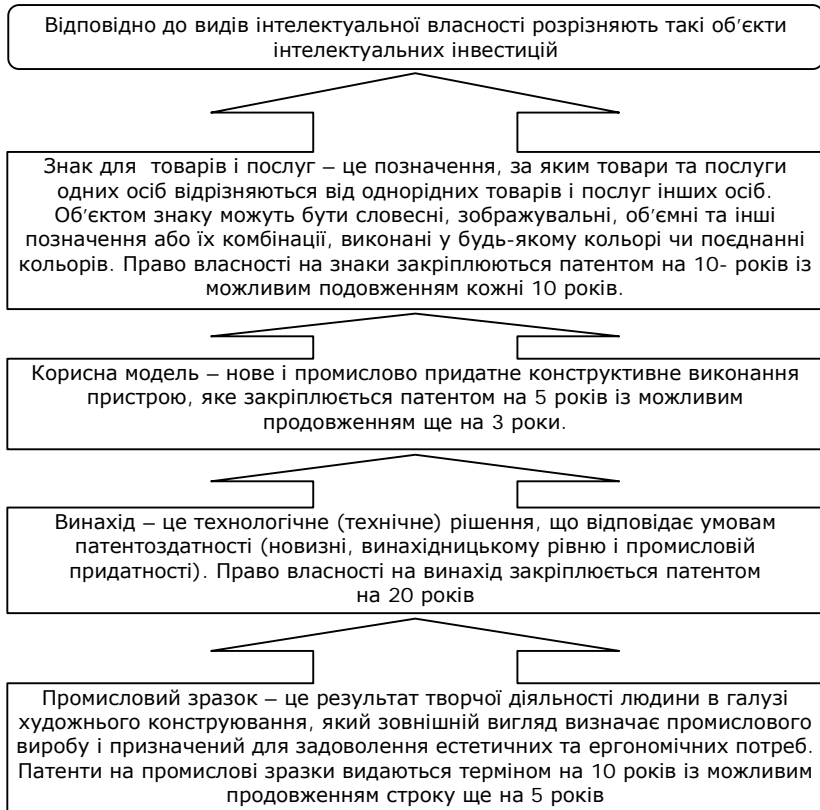


Рис. 5.7. Об'єкти інтелектуальних інвестицій

Суб'єктами інноваційної діяльності можуть бути фізичні і юридичні особи України, фізичні і юридичні особи іноземних держав, особи без громадянства, об'єднання цих осіб, які провадять в Україні інноваційну

діяльність і (або) залучають майнові та інтелектуальні цінності, вкладають власні чи запозичені кошти в реалізацію в Україні інноваційних проектів.

За характером діяльності та змістом інноваційної діяльності усі суб'єкти поділяють на три групи, а саме:

1. Державні органи управління інноваційною діяльністю (Верховна Рада України та АР Крим, Кабінет Міністрів України, Центральний орган виконавчої влади, Центральний орган виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності, державні органи місцевого самоврядування);

2. Інноваційні підприємства (інноваційні центри, технопарки, технополіси, інноваційні інкубатори);

3. Фінансово-кредитні інноваційні установи (державна інноваційна фінансово-кредитна установа, венчурні компанії, інноваційні банки, інноваційні фонди).

Державні органи управління приймають активну участь в інноваційному процесі. Вони визначають правові, економічні та організаційні засади державного регулювання інноваційної діяльності в Україні, а також встановлюють форми стимулювання інноваційних процесів, спрямованих на підтримку розвитку економіки України інноваційним шляхом. Зокрема:

- Верховна Рада України визначає єдину державну політику у сфері інноваційної діяльності, а саме: створює законодавчу базу для сфери інноваційної діяльності: затверджує пріоритетні напрями інноваційної діяльності як окрему загальнодержавну програму або у складі Програми діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавних програм економічного, науково-технічного, соціального розвитку, охорони довкілля: в межах Державного бюджету України визначає обсяг асигнувань для фінансової підтримки інноваційної діяльності.

- Верховна Рада Автономної Республіки Крим, обласні і районні ради відповідно до їх компетенції, затверджують регіональні інноваційні програми, що кредитується з бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів; визначають кошти бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів для фінансової підтримки регіональних інноваційних програм і доручають Раді міністрів Автономної Республіки Крим, делегують повноваження обласним і районним державним адміністраціям фінансування регіональних

інноваційних програм через державні інноваційні фінансово-кредитні установи (регіональні відділення) у межах виділених у цих бюджетах коштів; контролюють фінансування регіональних інноваційних програм за кошти бюджету Автономної Республіки Крим, обласних-і районних бюджетів.

- Кабінет Міністрів України: здійснює державне управління та забезпечує реалізацію державної політики у сфері інноваційної діяльності; готує та подає Верховній Раді України пропозиції щодо пріоритетних напрямів інноваційної діяльності як окрему загальнодержавну програму або в рамках Програми діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавних програм економічного, науково-технічного, соціального, національно-культурного розвитку, охорони довкілля; здійснює заходи щодо реалізації пріоритетних напрямів інноваційної діяльності; сприяє створенню ефективної інфраструктури у сфері інноваційної діяльності; створює спеціалізовані державні інноваційні фінансово-кредитні установи для фінансової підтримки інноваційних програм і проектів, затверджує їх статuti чи положення про них, підпорядковує ці установи спеціально уповноваженому центральному органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності; затверджує положення про порядок державної реєстрації інноваційних проектів і ведення Державного реєстру інноваційних проектів.

- Центральні органи виконавчої влади здійснюють підготовку пропозицій щодо реалізації інноваційної політики у відповідній галузі економіки, створюють організаційно-економічні механізми підтримки її реалізації; доручають державним інноваційним фінансово-кредитним установам здійснення конкурсного відбору пріоритетних інноваційних проектів із пріоритетних галузевих напрямів інноваційної діяльності й здійснення фінансової підтримки цих проектів у межах коштів, передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

Спеціально уповноважений центральний орган виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності: здійснює заходи щодо проведення єдиної науково-технічної та інноваційної політики; готує і подає Кабінету Міністрів України пропозиції щодо пріоритетних напрямів інноваційної діяльності, державних інноваційних програм і щодо необхідних обсягів бюджетних коштів для їх кредитування; координує роботу у сфері інноваційної діяльності інших центральних органів виконавчої влади;

визначає свій окремий підрозділ для кваліфікування інноваційних проектів з метою державної реєстрації; здійснює державну реєстрацію інноваційних проектів і веде Державний реєстр інноваційних проектів; готує і подає Кабінету Міністрів України пропозиції щодо створення спеціалізованих державних інноваційних фінансово-кредитних установ для фінансової підтримки інноваційних програм і проектів, розробляє статuti чи положення про ці установи; затверджує порядок формування і використання коштів підпорядкованих йому спеціалізованих державних інноваційних фінансово-кредитних установ і контролює їх діяльність; доручає державним інноваційним фінансово-кредитним установам здійснення конкурсного відбору пріоритетних інноваційних проектів і здійснення фінансової підтримки цих проектів у межах коштів, передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік; організовує підвищення кваліфікації спеціалістів у сфері інноваційної діяльності.

Представницькі органи місцевого самоврядування — сільські, селищні, міські ради відповідно до їх компетенції: затверджують місцеві інноваційні програми; у межах коштів бюджету розвитку визначають кошти місцевих бюджетів для фінансової підтримки місцевих інноваційних програм; створюють комунальні інноваційні фінансово-кредитні установи для фінансової підтримки місцевих інноваційних програм за кошти місцевих бюджетів, затверджують їх статuti чи положення про них, підпорядковують їх своїм виконавчим органам.

Виконавчі органи місцевого самоврядування відповідно до їх компетенції: розробляють проекти місцевих інноваційних програм і подають їх для затвердження відповідним місцевим радам; вживають заходів щодо виконання місцевих інноваційних програм; залучають підприємства, установи і організації, розташовані на підпорядкованій їм території, за їх згодою, до розв'язання проблем інноваційного розвитку населених пунктів; доручають державним інноваційним фінансово-кредитним установам (їх регіональним відділенням) або комунальним інноваційним фінансово-кредитним установам проведення конкурсного відбору інноваційних проектів місцевих інноваційних програм і здійснення фінансової підтримки цих проектів у межах коштів, передбачених у відповідному місцевому бюджеті.

Основним суб'єктом інноваційної діяльності є інноваційне підприємство — це підприємство (об'єднання підприємств) будь-якої

форми власності, якщо більше ніж 70 відсотків обсягу його продукції (у грошовому вимірі) за звітний податковий період є інноваційні продукти і (або) інноваційна продукція. Інноваційне підприємство може функціонувати у вигляді технополісу, технопарку, інноваційного центру, бізнес-інкубатора тощо.

Інноваційні підприємства розрізняються переважно цілями проектів і місцевою специфікою їх реалізації. Метою їх створення є інтенсифікація процесу розробки й впровадження у виробництво новітньої техніки та технологій, підготовка висококваліфікованих кадрів.

Технополіс — це науково-промисловий комплекс, створений для виробництва нової прогресивної продукції або розроблення нових наукоємких технологій на базі тісних відносин з університетами і науково-технічними центрами. У ньому поєднуються наука, техніка і підприємництво, здійснюється тісне співробітництво між академічною наукою, підприємцями, місцевими і центральними органами влади.

Функцією технополісу є максимальне використання унікального науково-виробничого та трудового потенціалу великого міста, його зручного економіко-географічного положення через формування життєво важливої для інноваційної діяльності інфраструктури.

Основою технополісу є його науково-дослідний комплекс. Він готує радикальні прориви в технології на основі фундаментальних наукових досліджень міжгалузевого характеру, які визначають перспективи розміщених у ньому виробництв.

Технополіси істотно різняться за масштабами, структурою та обсягом послуг, які надаються, за рівнем науко-місткості, складом учасників. У склад технополісів можуть входити:

- 1) науково-дослідні організації та установи;
- 2) промислові підприємства;
- 3) культурно-побутові об'єкти;
- 4) комунальні та інформаційні мережі;
- 5) проектно-конструкторські центри та дослідні виробництва;
- 6) фінансово-кредитні установи;
- 7) торговельні, посередницькі, консультаційні та інші структури.

Науково-технологічний парк – це комплекс дослідних інститутів, лабораторій, дослідних заводів, створюваних на заздалегідь підготовлених територіях навколо великих університетів із розвиненою інфраструктурою (лабораторні корпуси, виробничі приміщення

багатоцільового призначення, інформаційно-обчислювальні центри колективного користування, системи транспортних та інших комунікацій, магазини, житлові приміщення).

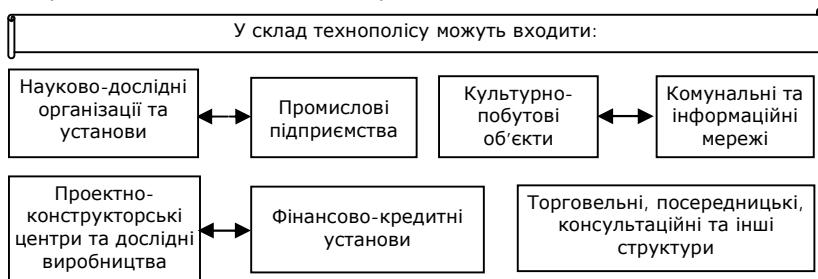


Рис. 5.8. Склад технополісу

Одним із потенційно найефективніших економічних засобів прискореного впровадження інновацій та економічного розвитку вважають бізнес-інкубатори.

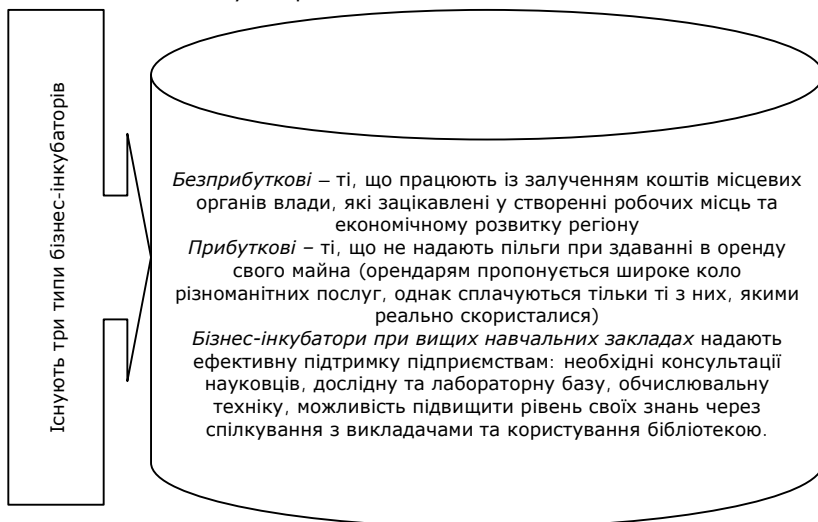


Рис. 5.9. Типи бізнес-інкубаторів

Венчурні (ризикові) компанії – це підприємства, діяльність яких спрямована на наукові дослідження, впровадження нововведень та фінансування проектів.

Технополіс характеризує гнучкість для формування нових структур, перерозподілу ресурсів, утворення нових суб'єктів наукової, науково-технічної та промислової діяльності. Науково-дослідні, промислові та інші організації у ньому само організуються на основі спільної інфраструктури та інформаційної мережі, певної спеціалізації, а роль органів управління обмежується створенням базової інфраструктури, вирішенням різних організаційних питань, стимулювання науково-дослідної діяльності та сприятливого економічного клімату.

Зазвичай технополіси створюються в місцях розташування найбільших співтовариств учених та університетів; поряд із найбільшими промисловими компаніями і в місцях концентрації висококваліфікованих фахівців; на перетині найбільших авто — і повітряних шляхів; у місцях із сприятливими природними та кліматичними умовами, високим культурним рівнем населення.

Створення технополісів охоплює тривалий інтервал часу і відбувається в 4 етапи:

1-й — підготовчий, він займає близько 5 років;

2-й — етап створення базової інфраструктури технополіса, що розтягується на 15-20 років;

3-й — етап розвитку технополіса з тривалістю від 10 до 20 років;

4-й — так званий комерційний етап, на якому напрямки наукомісткого технологічного процесу, що реалізуються технополісом, починають давати комерційну віддачу. Цей етап завершує створення й розвиток технополіса з визначеною для нього спеціалізацією.

Ключовими факторами успішного розвитку технополіса можна вважати розроблення радикального плану його формування, створення критичної маси талановитих учених, інженерів і підприємців, наявність тісних зв'язків академічної науки, промисловості та органів влади, широке залучення ризикового капіталу та інших фінансових ресурсів.

Світовий досвід свідчить, що одним із найефективніших шляхів державної підтримки високотехнологічних, наукомістких, екологічно чистих виробництв є створення регіональних науково-технологічних парків.

Науково-технологічний парк — це комплекс дослідних інститутів, лабораторій, дослідних заводів, створюваних на заздалегідь підготовлених територіях навколо великих університетів із розвиненою інфраструктурою (лабораторні корпуси, виробничі приміщення

багатоцільового призначення, інформаційно-обчислювальні центри колективного користування, системи транспортних та інших комунікацій, магазини, житлові приміщення).

В основу створення технопарків покладено такі принципи: координація діяльності та співробітництво таких головних ланок, як наука, вища школа, державний сектор виробництва, приватні компанії, місцеві та регіональні органи управління; підтримка малого наукомісткого бізнесу; концентрація й використання ризикового капіталу. Діяльність технопарку базується на повному використанні існуючих ресурсів для найкращого забезпечення діяльності дрібних венчурних (ризикованих) фірм, які входять до його складу.

Одним із найважливіших елементів функціонування технополісів і технопарків є трансфертна технологія (від «трансферт» — переносити, передавати). Мета її полягає в максимальному наближенні науки й виробництва, освоєнні ринку наукомісткої продукції. Вона пов'язана з «комерціалізацією» наукових досліджень, забезпеченням швидкого і ефективного впровадження їх, результатів у практику, реальним впливом їх на підвищення попиту на продукцію, яка виробляється тут же, в технополісах і технопарках, промисловими фірмами.

Крім того, розвиток трансфертної технології дає можливість університетам, академічним та іншим дослідним інститутам продавати результати своєї діяльності і, тим самим, отримувати засоби для заохочення наукових працівників і свого подальшого розвитку, сприяє модернізації їх матеріально-технічної бази й підвищенню рівня наукових досліджень, дозволяє апробувати результати наукової діяльності, оперативно усувати недоліки, працювати у тісному контакті з практиками і тому точніше враховувати їх вимоги, а також краще орієнтуватися в кон'юнктурі ринку.

Одним із потенційно найефективніших економічних засобів прискореного впровадження інновації та економічного розвитку вважають бізнес-інкубатори.

Головне призначення бізнес-інкубатора — першочергова підтримка малого (переважно інноваційного) підприємництва. Вченим, інженерам, винахідникам, що виявили бажання організувати власний бізнес, надається в інкубаторі пільговий доступ до всього необхідного для здійснення своїх ідей.

Інкубатори, як правило, забезпечують себе на засадах самофінансування. Відомо, що вони бувають трьох типів:

1) безприбуткові — ті, що працюють із залученням коштів місцевих органів влади, які зацікавлені у створенні робочих місць та економічному розвитку регіону;

2) прибуткові — ті, що не надають пільги при здаванні в оренду свого майна (орендарям пропонується широке коло різноманітних послуг, однак сплачують вони тільки ті з них, якими реально скористалися);

3) бізнес-інкубатори при вищих навчальних закладах надають ефективну підтримку підприємствам: необхідні консультації науковців, дослідну та лабораторну базу, обчислювальну техніку, можливість підвищити рівень своїх знань через спілкування з викладачами та користування бібліотекою. Завдяки такій підтримці підприємства опановують високотехнологічну продукцію або займаються комерціалізацією інноваційної продукції, яка розроблена вченими закладу.

Активними учасниками інноваційної діяльності є венчурні (ризикові) компанії. Це підприємства, діяльність яких спрямована на наукові дослідження, впровадження нововведень та фінансування інноваційних проектів. Діяльність венчурних компаній пов'язана з дуже високим ступенем ризику, але таке підприємство має значні переваги: можливість вільної науково-технічної творчості; наявність стійкого положення на інвестиційному ринку; можливість швидкого збагачення. Такі компанії обіцяють по своїх акціях (сплачують) достатньо високі дивіденди; можливість швидкої переорієнтації на інші напрямки дослідницької діяльності; вузька спеціалізація, конкуренція фінансових та матеріальних ресурсів на обраному напрямку досліджень.

Перевагою венчурних підприємств є, з одного боку, вузька спеціалізація, концентрація матеріально-технічних та фінансових ресурсів на обраному напрямі дослідження, а з іншого, — можливість швидкої переорієнтації на інші напрями діяльності.

5.3. Інвестиції та інновації – дві нерозривно пов'язані сфери економічної діяльності.

Інвестиції й інновації — дві нерозривно зв'язані сфери економічної діяльності, що у найбільшій мірі були і залишаються уражені кризою. Загальна ситуація на ринку склалася так, що інновації колись здійснювалися за рахунок централізованих джерел, звелися до мізерно

малої величини, у той час, як інвестиції, що володіли внутрішньою структурою, утратили її і стали здійснюватися безладно і неорганізовано, стимулюючи тільки короткострокові цілі інвесторів.

Вихід з даної ситуації тільки один — подолання сформованої економічної кризи неможливо без інноваційно-інвестиційного буму, відновлення основного капіталу на принципово новій, конкурентоспроможній основі. Отже, капітальні вкладення без інновацій не мають сенсу, оскільки безглуздо відтворювати застаріле обладнання що не користується попитом і до того ж з високими витратами ресурсів. Таким чином, інновації без капітальних вкладень нереальні.

Для того, щоб нововведення перетворилося на інновацію потрібні інвестиції, а необхідною умовою інноваційної діяльності є інвестування. Через це стверджуємо, що інноваційна та інвестиційна види діяльності представляють собою взаємопов'язані і взаємозумовлені процеси, які визначаємо як інноваційно-інвестиційну діяльність. На наш погляд, вона є особливою формою інвестиційної діяльності, яка реалізується у системі індивідуальних, колективних та суспільних дій наукового, технологічного, організаційного, виробничого, фінансового та комерційного характеру, здійснення яких приводить до впровадження у практичну діяльність нововведень з метою досягнення соціально-економічної вигоди.

Розглядаючи цільову спрямованість інноваційно-інвестиційної діяльності, необхідно розмежовувати цілі різних суб'єктів економіки. Держава як виразник загальнонаціональних інтересів, реалізує в інноваційній сфері прагнення до максимізації суспільного добробуту, що виявляється у підвищенні рівня життя населення за рахунок досягнення стабільних темпів економічного зростання на основі інноваційних факторів. У структурі підприємницького інтересу виявлено взаємодію двох аспектів. По-перше, матеріально-мотиваційного, пов'язаного з ринковою оцінкою діяльності, розмірами винагороди у вигляді доходу (прибутку), і, по-друге, загальноекономічного, який виявлено у реалізації індивідуальних здібностей, можливості повноцінного і диференційованого вияву потреби до самостійної ініціативної діяльності.

Сьогодні стало реальністю приватизація, формування інвестиційного й інноваційного ринків, що допомагає забезпечувати ресурсами вирішення усе більш нагальних проблем інвестиційно-інноваційної діяльності. Бюджети різних рівнів виділяють мінімум чи узагалі не виділяють коштів на технічне переозброєння виробничого потенціалу.

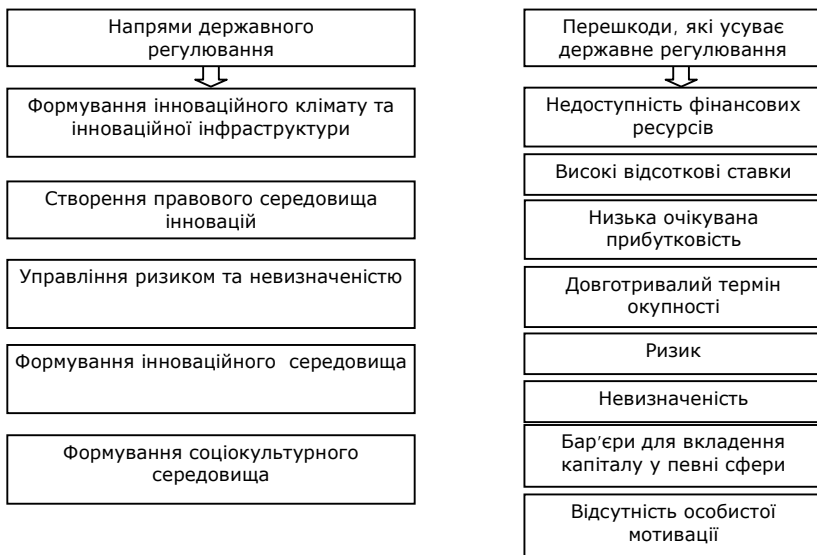


Рис. 5.10. Основні напрями державного регулювання перешкод, що виникають у інноваційно-інвестиційній діяльності

На підставі аналізів, які здійснені провідними фахівцями до найбільш пріоритетних галузей промисловості України з точки зору інвестування віднесені: ракетно-космічну галузь; літакобудування; суднобудування; інформатизацію; біотехнологію; виробництво окремих видів озброєння і воєнної техніки. Підприємства та організації перелічених галузей ще не втратили інноваційне лідерство, завдяки своїй наукомісткості та високо технологічності. А тому інвестиції на інноваційній базі стають і ще більш перспективними. За рахунок забезпечення технологічного оновлення виробництва підтримується та забезпечується конкурентоспроможність.

І тільки формування інноваційно-інвестиційного механізму з урахуванням найважливіших елементів дозволить досягти високого рівня соціально-економічного розвитку України, який повинен включати такі складові: розробка інноваційної моделі розвитку економіки держави; формування державної та регіональної інноваційно-інвестиційних програм та заходів щодо їх реалізації; формування координуючих органів та ефективного механізму стимулювання інноваційної діяльності у державі, в регіонах та на підприємствах; механізм ресурсного забезпечення відповідних програм та проектів

(технологічне, кадрове, фінансове і т. ін.); наявність кадрової бази, навчання, підготовка менеджерів та фахівців; стабільна законодавчо-нормативна база щодо створення сприятливого інноваційно-інвестиційного клімату в країні; впровадження науково-технологічних досягнень та забезпечення конкурентоспроможної продукції; розвиток пріоритетних галузей економіки та усіх регіонів країни.

Інвестиції й інновації - дві нерозривно зв'язані сфери економічної діяльності, що у найбільшій мірі були і залишаються уражені кризою

На підставі аналізу провідними фахівцями до найбільш пріоритетних галузей промисловості України з точки зору інвестування віднесені:

- ракетно-космічну галузь;
- виробництво окремих видів озброєння і воєнної техніки;
- літакобудування;
- біотехнологію;
- суднобудування;
- інформатизацію.

Формування інноваційно-інвестиційного механізму з урахуванням найважливіших елементів дозволить досягти високого рівня соціально-економічного розвитку України, який повинен включати такі складові:

розробка інноваційної моделі розвитку економіки держави

формування державної та регіональної інноваційно-інвестиційних програм та заходів щодо їх реалізації

формування координуючих органів та ефективного механізму стимулювання інноваційної діяльності у державі, в регіонах та на підприємствах

механізм ресурсного забезпечення відповідних програм та проектів (технологічне, кадрове, фінансове і т. ін.)

наявність кадрової бази, навчання, підготовка менеджерів та фахівців

стабільна законодавчо-нормативна база щодо створення сприятливого інноваційно-інвестиційного клімату в країні

впровадження науково-технологічних досягнень та забезпечення конкурентоздатної продукції

розвиток пріоритетних галузей економіки та усіх регіонів країни

Рис. 5.11. Складові високого рівня соціально-економічного розвитку України

5.4. Інструменти державної підтримки інноваційної діяльності в Україні

Головною метою державної інноваційної політики в Україні є створення соціально-економічних, організаційних і правових умов для ефективного відтворення, розвитку й використання науково-технічного потенціалу країни, забезпечення впровадження сучасних екологічно чистих, безпечних, енерго- та ресурсозберігаючих технологій, виробництва та реалізації нових видів конкурентоспроможної продукції.



Рис. 5.12. Принципами державної інноваційної політики

Здійснення заходів на підтримку міжнародної науково-технологічної кооперації, трансферу технологій, захисту вітчизняної продукції на внутрішньому ринку та її просування на зовнішній ринок

Ґрунтуючись на цих принципах, державне регулювання інноваційної діяльності здійснюється шляхом:

- визначення й підтримки пріоритетних напрямів інноваційної діяльності державного, галузевого, регіонального й місцевого рівнів;
- формування й реалізації державних, галузевих, регіональних і місцевих інноваційних програм;
- створення нормативно-правової бази та економічних механізмів для підтримки й стимулювання інноваційної діяльності:
- захисту прав та інтересів суб'єктів інноваційної діяльності;
- фінансової підтримки виконання інноваційних проектів;
- стимулювання комерційних банків та інших фінансово-кредитних установ, що кредитують виконання інноваційних проектів;
- встановлення пільгового оподаткування суб'єктів інноваційної діяльності;
- підтримки функціонування й розвитку сучасної інноваційної інфраструктури.

Виходячи з актуальності наявних в Україні проблем, вирішення яких потребує наукового забезпечення, найбільш пріоритетними напрямками державної підтримки сьогодні є:

- у сфері наукового розвитку — фундаментальна наука; прикладні дослідження й технології; вища освіта, підготовка та перепідготовка наукових кадрів; розвиток наукових засад розбудови соціально орієнтованої ринкової економіки; наукове забезпечення вирішення проблем здоров'я людини та екологічної безпеки; система інформаційного та матеріального забезпечення наукової діяльності;
- у сфері технологічного розвитку — дослідження і створення умов для високопродуктивної праці та сучасного побуту людини; розроблення засобів збереження й захисту здоров'я людини; розроблення ресурсо-, енергозберігаючих технологій; розроблення сучасних технологій і техніки для електроенергетики, переробних галузей виробництва, в першу чергу агропромислового комплексу, легкої та харчової промисловості;
- у сфері виробництва — формування наукоємких виробничих процесів, сприяння створенню та функціонуванню інноваційних структур (технопарків, інкубаторів тощо); створення конкурентоспроможних переробних виробництв; технологічне та технічне оновлення базових галузей економіки держави; впровадження

високорентабельних інноваційно-інвестиційних проєктів, реалізація яких може забезпечити якнайшвидшу віддачу і започаткувати прогресивні зміни в структурі виробництва та тенденціях його розвитку;

- у сфері фінансово-банківської діяльності — стимулювання створення спеціалізованих інноваційних банків, а також фондів довгострокового кредитування функціонуючих комерційних банків шляхом встановлення відповідних пільг з оподаткування коштів, що інвестуються для досягнення технологічних змін: диференціація ставки податку на прибуток комерційних банків залежно від напрямів використання ресурсів шляхом зниження в разі їх довгострокового кредитування високотехнологічних проєктів і підвищення в разі вкладання коштів у високоприбуткові операції фінансового ринку; створення системи пільгового рефінансування комерційних банків, які надають пільгові кредити для реалізації інвестиційних проєктів щодо розроблення і впровадження високотехнологічного обладнання та іншої інноваційної продукції; запровадження спеціального порядку створення інноваційних асоціацій, які є інвестиційно-виробничими об'єднаннями юридичних та фізичних осіб, що беруть участь у здійсненні інноваційного проєкту та випуску нової конкурентоспроможної продукції; запровадження державної системи страхування ризиків інноваційної діяльності за рахунок спеціально створеної страхової компанії тощо.

Виходячи з актуальності наявних в Україні проблем, вирішення яких потребує наукового забезпечення, найбільш пріоритетними напрямками державної підтримки сьогодні є:

- у сфері наукового розвитку – фундаментальна наука; прикладні дослідження й технології; вища освіта, підготовка та перепідготовка наукових кадрів та ін;

- у сфері технологічного розвитку – дослідження і створення умов для високопродуктивної праці та сучасного побуту людини; розроблення засобів збереження й захисту здоров'я та ін;

- у сфері виробництва – формування наукоємних виробничих процесів, сприяння створенню та функціонуванню інноваційних структур (технопарків, інкубаторів тощо);

- у сфері фінансово-банківської діяльності – стимулювання створення спеціалізованих інноваційних банків, а також фондів

довгострокового кредитування функціонуючих комерційних банків шляхом встановлення відповідних пільг з оподаткування коштів, що інвестуються для досягнення технологічних змін та ін.

Найефективнішим важелем державного регулювання інноваційної діяльності є створення особливого податкового та митного режиму.

Зокрема, впродовж строку чинності свідоцтва про державну реєстрацію інноваційного проекту і за умови, що виконання проекту розпочато не пізніше вісімнадцяти місяців від дати його державної реєстрації, оподаткування об'єктів інноваційної діяльності здійснюється у порядку, за яким 50 відсотків податку на додану вартість по операціях з продажу товарів (виконання робіт, надання послуг), пов'язаних із виконанням інноваційних проектів, і 50 відсотків податку на прибуток, одержаний від виконання цих проектів, залишаються у розпорядженні платника податків, зараховуються на його спеціальний рахунок і використовуються ним виключно на фінансування інноваційної, науково-технічної діяльності і розширення власних науково-технологічних і дослідно-експериментальних баз. Пільгове оподаткування реалізується за умови, що суб'єкт інноваційної діяльності про початок реалізації інноваційного проекту у місячний строк повідомляє відповідний орган Державної податкової адміністрації і по всіх господарських операціях, пов'язаних із виконанням інноваційного проекту, веде окремий бухгалтерський облік.

Кошти у розмірі 50 відсотків податку на додану вартість і податку на прибуток, що залишаються у розпорядженні платника податків і не використані протягом строку пільгового оподаткування і дванадцяти місяців після нього, підлягають зарахуванню до Державного бюджету України.

Інноваційні підприємства сплачують земельний податок за ставкою у розмірі 50 відсотків діючої ставки оподаткування.

Особливостями митного регулювання інноваційної діяльності є те, що:

1. Необхідні для виконання пріоритетного інноваційного проекту, яким передбачається випуск інноваційного продукту, щодо якого прийнята постанова Кабінету Міністрів України про його особливу важливість, сировина, устаткування, обладнання, комплектуючі та інші товари (крім підакцизних товарів), які не виробляються в Україні або виробляються, але не відповідають вимогам проекту, при ввезенні в

Україну протягом строку чинності свідоцтва про державну реєстрацію інноваційного проекту звільняються від сплати ввізного мита та податку на додану вартість. Номенклатура та обсяги ввезення сировини, матеріалів, устаткування, обладнання, комплектуючих та інших товарів мають бути визначені в інноваційному проекті перед його державною реєстрацією.

2. У разі використання сировини, матеріалів, устаткування, обладнання, комплектуючих та інших товарів, ввезених в Україну без сплати ввізного мита та податку на додану вартість не для потреб виконання інноваційного проекту ввізне мито та податок на додану вартість сплачуються до бюджету в повному обсязі. При цьому платник податку зобов'язаний збільшити податкові зобов'язання за наслідками податкового періоду, в якому відбулося таке порушення, на суму ввізного мита і податку на додану вартість, що мали бути сплачені при ввезенні на митну територію таких товарів, а також сплатити пеню, нараховану на суму податків, виходячи із 120 відсотків облікової ставки Національного банку України, що діяла на день збільшення податкового зобов'язання, за період їх, нецільового використання.

Реалізація цих заходів сприятиме формуванню такої моделі організації інноваційної діяльності, зокрема, науково-дослідних, дослідно-конструкторських робіт в Україні, яка б поєднувала в собі елементи ринкової економіки із збереженням гнучких важелів державного регулювання цією найважливішою сферою життєдіяльності суспільства.

5.5. Джерела фінансування інноваційних інвестицій

Основними джерелами фінансування інноваційної діяльності є:

- а) кошти Державного бюджету України;
- б) кошти місцевих бюджетів і кошти бюджету Автономної Республіки Крим;
- в) власні кошти спеціалізованих державних і комунальних інноваційних фінансово-кредитних установ;
- г) власні чи запозичені кошти суб'єктів інноваційної діяльності;
- д) кошти (інвестиції) будь-яких фізичних і юридичних осіб;
- е) інші джерела, не заборонені законодавством України.

В умовах постійного скорочення бюджетного фінансування інноваційних заходів за рахунок державних коштів фінансуються сьогодні переважно фундаментальні та довгострокові прикладні дослідження, що мають загальнонаціональне значення, а також міждержавні, загальнодержавні науково-технічні програми та проекти. Крім того, держава створює умови для фінансування науково-дослідних, дослідно-конструкторських робіт із різних джерел. У галузі прикладних досліджень і розробок головним має стати контрактний метод фінансування на базі проектної (програмно-цільової) організації.

Активну участь у фінансовому забезпеченні інноваційного розвитку економіки відіграють державні установи. Наприклад, для здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності Кабінет Міністрів України за поданням спеціально уповноваженого центрального органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності створює спеціалізовані державні небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи.

Державна інноваційна фінансово-кредитна установа підпорядковується спеціально уповноваженому центральному органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності і діє на основі Положення (Статуту), що затверджується Кабінетом Міністрів України, її кошти формуються за рахунок коштів Державного бюджету України, визначених законом про Державний бюджет України на відповідний рік, залучених згідно з чинним законодавством вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, від власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України.

Державна інноваційна фінансово-кредитна установа може надавати суб'єктам інноваційної діяльності для реалізації ними інноваційних проектів фінансову підтримку у вигляді:

а) повного безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) пріоритетних інноваційних проектів за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та коштів місцевих бюджетів;

б) часткового (до 50%) безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) інноваційних проектів за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки

Крим та коштів місцевих бюджетів за умови залучення до фінансування проекту решти необхідних коштів виконавця проекту і (або) інших суб'єктів інноваційної діяльності;

в) повної чи часткової компенсації (за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та коштів місцевих бюджетів) відсотків, сплачуваних суб'єктами інноваційної діяльності комерційним банкам та іншим фінансово-кредитним установам за кредитування інноваційних проектів;

г) надання державних гарантій комерційним банкам, що здійснюють кредитування пріоритетних інноваційних проектів;

д) майнового страхування реалізації інноваційних проектів у страховиків.

Для отримання фінансової підтримки суб'єкти інноваційної діяльності, інноваційні проекти яких занесені до Державного реєстру інноваційних проектів, подають до Державної інноваційної фінансово-кредитної установи (її регіональних відділень) інноваційні проекти та всі необхідні документи, перелік яких визначається нею. Державна інноваційна фінансово-кредитна установа організовує на конкурсних засадах у порядку, що визначається спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності, відбір інноваційних проектів для їх фінансової підтримки. Конкурсні відбори інноваційних проектів здійснюються на засадах прозорості, відкритості, гласності.

Суб'єкт інноваційної діяльності, інноваційний проект якого пройшов конкурсний відбір, залежно від встановленого конкурсною процедурою рейтингу може отримати від Державної інноваційної фінансово-кредитної установи один чи кілька видів фінансової підтримки.

Фінансова підтримка Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг здійснюється за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки тощо. Ця установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів.

Для здійснення фінансової підтримки місцевих інноваційних програм органи місцевого самоврядування можуть створювати комунальні спеціалізовані небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи і

підпорядковувати їх виконавчим органам місцевого самоврядування. Ці установи діють на основі положень (статутів) про них, що розробляються й затверджуються органами місцевого самоврядування.

Кошти комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи формуються за рахунок коштів відповідного місцевого бюджету, залучених вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів. Фінансова підтримка реалізації інноваційних проектів може надаватися комунальною інноваційною фінансово-кредитною установою у формі послідовних траншів за результатами контролю ходу виконання проектів.

Велику роль у фінансуванні інноваційної діяльності відіграють позичкові кошти, до яких відносять:

- ⇒ кредити комерційних банків;
- ⇒ позичкові кошти від розміщення облігацій інноваційного підприємства;
- ⇒ податковий кредит;
- ⇒ комерційний кредит постачальників матеріальних ресурсів при покупці цих ресурсів із відстроченим платежем;
- ⇒ лізинг.

Рис. 5.13. Види позичкових коштів

Активну участь у фінансуванні інноваційного процесу в Україні відіграють комерційні банки, кредитна політика яких направлена, в першу чергу, на банківське обслуговування інноваційної діяльності підприємств.

Відомо, що комерційне фінансування передбачає стандартні банківські послуги і кредитування, зберігання вільних коштів під відсотки, розрахункове і касове обслуговування, організацію цільових інвестицій.

Однією з форм фінансування інноваційної діяльності підприємств є податковий інвестиційний кредит, який визначається як: відстрочка сплати податку на прибуток, що надається суб'єкту підприємницької діяльності на визначений строк з метою збільшення його фінансових ресурсів для здійснення інноваційних програм з наступною компенсацією відстрочених сум у вигляді додаткових надходжень податку через загальне зростання прибутку, що буде отриманий згідно з чинним законодавством внаслідок реалізації інноваційних програм.

Економічну основу податкового інвестиційного кредиту становлять кошти, які підприємства сплачує у вигляді податку на прибуток. Тому він багато в чому подібний, до такої форми фінансової підтримки підприємства як пільгове оподаткування прибутку. Інвестиційний податковий кредит має цільове призначення. Його надають переважно під інноваційні програми, які забезпечують реалізацію таких науково-технічних пріоритетів, як:

- науково-технічне оновлення виробництва та підвищенням його техніко-економічних показників і забезпеченням конкурентоспроможності на світовому ринку;
- прискорення розвитку наукомістких та високотехнологічних галузей і виробництв, здатних кардинально змінити економічний та науково-технічний потенціал України;
- розширення виробництва в найбільш пріоритетних і ефективних для національної економіки секторах ринку.

Введення інвестиційного податкового кредиту має певні переваги порівняно з іншими формами кредиту. Так, при звичайному банківському кредитуванні використовуються вільні кредитні ресурси, яких, як відомо, хронічно не вистачає. Крім того, банківський кредит надається на умовах сплати досить значних відсотків, що робить інноваційні інвестиції, за рахунок такого кредиту для підприємства економічно обтяжливими.

Запровадження інвестиційного податкового кредиту не вимагає додаткових кредитних ресурсів бо в ньому використовується ресурсний потенціал самого підприємства у вигляді прибутку, а саме — тієї частини, яка повинна відраховуватися до бюджету у вигляді податку на прибуток. Тому введення інвестиційного податкового кредиту буде заохочувати підприємства в підвищенні ефективності своєї роботи та отриманні прибутку.

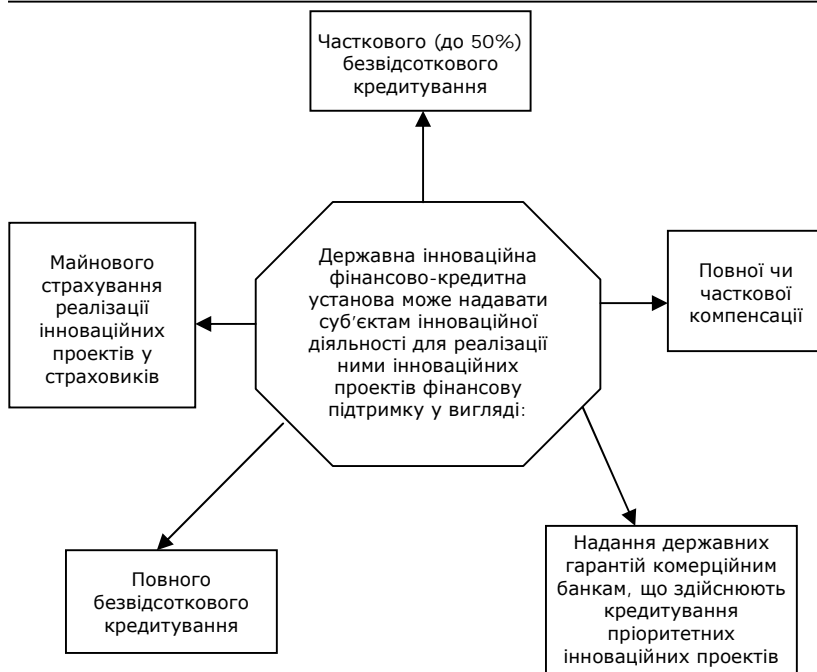


Рис. 5.14. Вигляд фінансової підтримки суб'єктам інноваційної діяльності

Визначальними умовами надання інвестиційного податкового кредиту є:

по-перше, стає фінансове становище підприємства-позичальника, тобто систематичне отримання ним прибутку, із якого нараховується податок;

по-друге, переважно (не менше як 50%) інвестиційна спрямованість у використанні власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійних лих, грошові накопичення громадян, юридичних осіб тощо);

по-третє, наявність економічно обґрунтованого інноваційного проекту (бізнес-плану), який забезпечує після його реалізації підвищення ефективності виробництва, зростання загального обсягу отриманого підприємством прибутку та, відповідно, сум податку на прибуток як джерела компенсації інвестиційного податкового кредиту;

по-четверте, термін окупності запозичених через інвестиційний податковий кредит коштів, тобто їх повернення до бюджету у вигляді додаткових надходжень податку на прибуток, не повинен перевищувати певну кількість, наприклад, п'яти років після реалізації інноваційного проекту.

Дотримання цих умов знижує ризик кредитору, у даному випадку держави, щодо ефективності використання інвестиційних ресурсів.

Споживачами інвестиційного податкового кредиту можуть бути суб'єкти підприємницької діяльності, а саме: підприємства усіх форм власності, яким для реалізації інноваційних програм не вистачає власних інвестиційних ресурсів. Рішення про надання кредиту за галузевою підпорядкованістю підприємств приймають міністерства (відомства), які за дорученням Кабінету Міністрів України виступають розпорядниками інвестиційного податкового кредиту на галузевому рівні.

Отримання інвестиційного податкового кредиту здійснюється на підставі кредитного договору між галузевим міністерством (відомством) і підприємством-позичальником. Йому повинна передувати всебічна експертиза ефективності інноваційної програми (бізнес-плану) та наявності умов, які б підтверджували реальні можливості підприємства щодо успішної реалізації цієї програми.

Загальний обсяг ресурсів інвестиційного податкового кредиту на кожен рік визначається Кабінетом Міністрів України в розрахунках до бюджету. Виходячи із стану економіки він може досягати до 10 відсотків надходжень до бюджету податку на прибуток з наступним розподілом знижки податку по міністерствах (відомствах) відповідно до пріоритетності напрямків їх, інноваційної діяльності.

Посилюючи вимоги до ефективності використання інвестиційних ресурсів, інвестиційний податковий кредит може надаватися підприємствам під конкретний інноваційний проект на строк до п'яти років. Довший термін не відповідає сучасним вимогам щодо тривалості освоєння нової техніки (нових виробництв), веде до розпорошення державних ресурсів, знижує ефективність використання інноваційних інвестицій.

Одним із способів оновлення основних фондів підприємства, що найбільш динамічно розвивається є *лізинг*. Він дає змогу орендаторові гнучко вирішувати свої виробничі завдання через тимчасове використання, а не придбання особливо дорогої, із більшим ризиком

морального старіння, техніки. Розвиток лізингу є одним із найпрогресивніших методів матеріально-технічного забезпечення виробництва. Він відкриває доступ до найпередовішої техніки і дає можливість розв'язати протиріччя між необхідністю використання такої техніки і швидким її моральним старінням, отже створюються умови як для одержання прогресивної техніки й технологій, її успішного освоєння й підтримки на високому технічному рівні, так і для забезпечення збуту підприємствам-виробникам цієї техніки.

У зв'язку з зниженням частки державних асигнувань та недоступності для більшості підприємств довгострокових позичкових коштів (через велику їх вартість) власні кошти підприємства — прибуток та амортизація є сьогодні єдиним реальним джерелом фінансування інноваційної діяльності. За рахунок цих коштів фінансується близько 65-70% усіх інноваційних інвестицій, в тому числі прибуток забезпечує фінансування 20% усіх інноваційних вкладень. Великим резервом для акумулювання коштів для реалізації інноваційно-інвестиційних проектів є також вивільнення від зайвого морально та фізично застарілого обладнання.

Одним із нових та перспективних методів фінансування інноваційної діяльності є венчурне фінансування. Таке фінансування може здійснюватися на усіх стадіях життєвого циклу виробництва продукту.

Розрізняють три види венчурного фінансування, які пов'язано з найважливішими стадіями життєвого циклу продукту (рис. 5.15):

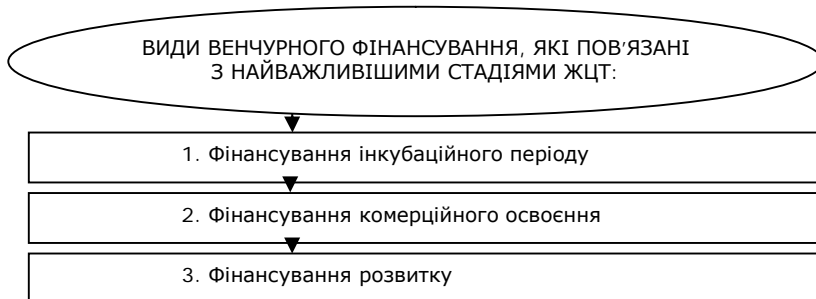


Рис. 5.15. Види венчурного фінансування

1. Фінансування інкубаційного періоду. На цьому етапі проводиться експрес аналіз інноваційних пропозицій та здійснюються роботи зі створення бізнес-інкубатора чи інноваційного центру. На цьому етапі

виділяється дві стадії: передстартове та стартове фінансування. На першій стадії здійснюється фінансування початкових етапів підприємницької діяльності, а саме: роботи з оцінки нематеріальних активів, патентного захисту, аналізу ринку збуту, правового забезпечення вигідних франчайзингових договорів та договорів купівлі-продажу, а також із формування плану підприємницької діяльності.

Стартове фінансування використовується з метою забезпечення початку виробничої діяльності в бізнес-інкубаторі чи інноваційному центрі.

Основними джерелами фінансування на цьому етапі є власні кошти підприємства (прибуток та амортизація), вступні венчурні внески та пов'язані кредити (комерційні кредити, пов'язані угодами про розподіл майбутніх доходів, а також цільові кредити на придбання високоліквідних активів).

2. Фінансування комерційного освоєння. Цей етап також включає в себе дві стадії: фінансування початкової стадії та фінансування освоєння. На початковій стадії передбачається надавати кошти підприємцям та керівникам підприємств, які мають значний потенціал росту. Фінансування освоєння передбачає виділення коштів на комерційну реалізацію дослідного зразка продукції. Основними джерелами фінансування на цьому етапі є банківські кредити та кошти синдикатського інвестора. Синдикатське інвестування — це пайове фінансування малих інноваційних підприємств, які зацікавлені в провадженні продуктових або інших інновацій, які одержують у процесі реалізації інноваційно-інвестиційних проектів підприємств. Синдикатське інвестування є перехідною формою до венчурного фінансування.

3. Фінансування розвитку. Венчурне фінансування є строго цільовим «під ключ». Основною умовою такого фінансування є наявність у підприємства технологічного та комерційного заділу з випуску на ринок продукту. Венчурний капітал інвестується в непов'язані між собою проекти в розрахунку на швидку окупність коштів. Для венчурних інвесторів дуже важливим є правильно спрогнозувати очікувану ринкову вартість бізнес-напряму, куди вони вкладають кошти. Тому, на цьому етапі здійснюється встановлення спільних з інвестором або самостійних нових цільових підприємств із числа бізнес-інкубаторів, що створюються на першому етапі.

Отже, венчурний капітал використовується в основному для фінансування діяльності підприємств, що швидко розвиваються і тому грає важливу роль у забезпеченні конкурентоспроможності промисловості у цілому. Функціональне завдання венчурного фінансування — сприяти росту перспективного бізнесу шляхом надання певної суми грошових коштів в обмін на долю в статутному капіталі. На практиці найчастіше зустрічається комбінована схема венчурного інвестування, при якій частина коштів вноситься в акціонерний капітал, а інша надається у формі інвестиційного кредиту.

Реалізація комерційного інтересу венчурного фінансування заключається у тому, щоб підприємство успішно розвивалося і через 3-5 років підвищило свою вартість та вартість своїх акцій в 5-7 раз, забезпечивши, таким чином, в середньому 30-40% щорічного росту. Це дасть можливість венчурному інвестору на певній стадії продати свої акції або самому підприємству, або на фондовому ринку, або іншій зацікавленій стороні. В результаті він одержує повернення своїх інвестицій та прибуток із капіталу при виході з бізнесу.

Основним недоліком венчурного фінансування є те, що через високий ризик такий капітал надається під вищий відсоток, ніж банківський кредит, а в деяких випадках, пов'язаних із збільшенням гарантії проти нецільового використання вкладених коштів, венчурні інвестори можуть залишатися співвласниками підприємства, створеного під перспективний інвестиційний проект, протягом усього життєвого циклу освоєння продукту. В цьому випадку вони розраховують на одержання дивідендів з очікуваних прибутків.

Завдання для самоперевірки знань

1. Розкрийте економічну сутність інновацій та інноваційного процесу.
2. Що включає в себе інноваційна діяльність?
3. Визначте стадії інноваційного процесу.
4. Охарактеризуйте об'єкти та суб'єкти інноваційної діяльності.
5. У яких випадках здійснюються інтелектуальні інвестиції?
6. Назвіть три типи бізнес-інкубаторів.
7. Які галузі промисловості України віднесені до найбільш пріоритетних з точки зору інвестування?
8. Які інструменти державної підтримки інноваційної діяльності існують в Україні?
9. Перелічіть основні джерела фінансування інноваційної діяльності.
10. Які умови є визначальними при наданні інвестиційного податкового кредиту?
11. У чому полягає суть лізингу?

Розділ VI. РОЗРОБЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА

6.1. Поняття інвестиційної стратегії, її зв'язок із загальною стратегією економічного розвитку підприємства, порядок розроблення.

6.2. Принципи і послідовність розробки інвестиційної стратегії підприємств.

6.3. Основні підходи до обґрунтування стратегічних цілей, напрямів та форм інвестиційної діяльності.

6.4. Обґрунтування стратегічних напрямків і форм інвестиційної діяльності.

6.5. Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії.

Основні поняття: *інвестиційна стратегія, об'єкти стратегічного управління, підприємство, як об'єкт стратегічного інвестиційного управління, стратегічна зона господарювання, стратегічний інвестиційний центр, інвестиційна політика, реноваційні стратегічні цілі, зовнішня синхронізація, внутрішня синхронізація.*

6.1. Поняття інвестиційної стратегії, її зв'язок із загальною стратегією економічного розвитку підприємства, порядок розроблення

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

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

Інвестиційну стратегію можна представити як генеральний план дій у сфері інвестиційної діяльності підприємства, який визначає пріоритети її напрямків і форм, характер формування інвестиційних ресурсів і послідовність етапів реалізації довгострокових інвестиційних цілей. Поєднання в інвестиційній стратегії системи цілей і шляхів їх досягнення визначає межі можливої інвестиційної активності підприємства і прийнятих інвестиційних рішень по напрямках формах його інвестиційної діяльності в перспективному періоді. Інвестиційну стратегію підприємства можна охарактеризувати також як систему формалізованих критеріїв, по яких воно оцінює і реалізує свої інвестиційні можливості, моделює перспективну інвестиційну позицію і забезпечує її досягнення. Резюмуючи вищевикладене, можна констатувати, що інвестиційна стратегія являє собою системну концепцію, що пов'язує і спрямовує розвиток інвестиційної діяльності підприємства.

Розробка інвестиційної стратегії являє собою процес постановки цілей інвестиційної діяльності, визначення її пріоритетних напрямків і форм, оптимізацію структури сформованих інвестиційних ресурсів їхнього розподілу, вироблення інвестиційної політики по найбільш важливих аспектах інвестиційної діяльності, підтримку взаємовідносин із зовнішнім інвестиційним середовищем.

Процес розробки інвестиційної стратегії є найважливішою складовою загальної системи стратегічного вибору підприємства, основними елементами якого є місія, загальні стратегічні цілі розвитку, система функціональних стратегій в розрізі окремих видів діяльності, засоби формування і розподілу ресурсів. При цьому інвестиційна стратегія знаходиться у певній співвідпорядкованості з іншими елементами стратегічного вибору підприємства, ієрархія якої в загальному вигляді подана на рис. 6.1. Розуміння взаємозв'язку інвестиційної стратегії з іншими найважливішими елементами стратегічного вибору підприємства дозволяє зробити більш ефективним процес її розробки.

Актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства визначається рядом умов. Найважливішим з них є інтенсивність зміни

чинників зовнішнього інвестиційного середовища. Висока динаміка основних макроекономічних показників, що пов'язані з інвестиційною активністю підприємств, темпи розвитку технологій, часті коливання кон'юнктури інвестиційного ринку, мінливість державної інвестиційної політики і форм регулювання інвестиційної діяльності не дозволяють ефективно управляти інвестиціями підприємства на основі лише раніше накопиченого досвіду і традиційних методів інвестиційного менеджменту, оскільки під впливом багатьох факторів інвестиційні рішення окремих структурних підрозділів підприємства можуть мати різно направлений характер, що може призвести до виникнення протиріч і зниження ефективності інвестиційної діяльності в цілому.

Однією з умов, що визначають актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства, є його майбутній перехід до нової стадії життєвого циклу. Кожній із стадій життєвого циклу підприємства властиві характерні рівень інвестиційної активності, напрямки і форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів і саме інвестиційна стратегія дозволяє заздалегідь адаптувати інвестиційну діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його економічного розвитку.



Рис. 6.1. Ієрархія взаємозв'язку інвестиційної стратегії з іншими основними елементами стратегічного вибору підприємства

Важливою умовою, що визначає актуальність розробки інвестиційної стратегії, є кардинальна зміна цілей операційної діяльності підприємства у зв'язку з новими комерційними можливостями. Реалізація таких цілей

потребує зміни виробничого асортименту, впровадження нових виробничих технологій, освоєння нових ринків збуту продукції і т.п. За таких умов істотне зростання інвестиційної активності підприємства та диверсифікація форм його інвестиційної діяльності повинні мати прогнозований характер і забезпечуватись розробкою чітко сформульованої інвестиційної стратегії.

Розробка інвестиційної стратегії підприємства на сучасному етапі базується на методологічних підходах концепції стратегічного управління, що активно впроваджується в корпораціях США і більшості країн Західної Європи з початку 70-х років ХХ ст. Концепція стратегічного управління відбиває чітке стратегічне позиціонування підприємства (у т.ч. і його інвестиційну позицію), яке виражене в системі принципів і цілей функціонування, механізмі взаємодії суб'єкта й об'єкта управління, характері взаємовідносин між елементами господарської та організаційної структури, формах адаптації до умов зовнішнього мінливого середовища.

Стратегічне управління виникло на основі розвитку методології стратегічного планування. На відміну від звичайного довгострокового планування, заснованого на концепції екстраполяції сформованих тенденцій розвитку, стратегічне планування враховує не тільки ці тенденції, але й систему можливостей і небезпек розвитку підприємства, виникнення надзвичайних ситуацій, спроможних змінити сформовані тенденції в майбутньому періоді.

Заснована на новій парадигмі управління розробка інвестиційної стратегії базується на попередній ідентифікації досягнутого стратегічного інвестиційного рівня підприємства. У процесі такої ідентифікації має бути отримане чітке уявлення про параметри, що характеризують можливості й обмеження розвитку інвестиційної діяльності підприємства, а саме:

1. Який рівень стратегічного мислення власників та інвестиційних менеджерів підприємства?

2. Який рівень знань інвестиційних менеджерів (їхньої поінформованості) про стан, майбутню динаміку найважливіших елементів зовнішнього інвестиційного середовища?

3. Якими інвестиційними ресурсами володіє підприємство, які можливості їх формування в перспективі, як забезпечений в процесі накопичення їхньої проти інфляційний захист?

4. Чи відповідає рівень інвестиційної активності підприємства поточним і перспективним вимогам його розвитку, наскільки повно використовується його інвестиційний потенціал?

5. Чи є на підприємстві цілісна стратегічна концепція у вигляді місії, загальної стратегії, системи стратегічних нормативів розвитку і т.п.? Якою мірою ця стратегічна концепція структурована в розрізі окремих господарських підрозділів?

6. Яка ефективність діючих на підприємстві систем інвестиційного аналізу, планування і контролю; якою мірою вони орієнтовані на рішення стратегічних задач?

7. Чи відповідає організаційна структура управління інвестиційною діяльністю підприємства задачам його перспективного розвитку? Який рівень інвестиційної культури підприємства, наскільки тісно це кореспондується із загальною його організаційною культурою?

Процес розробки інвестиційної стратегії пов'язаний із попереднім виділенням об'єктів стратегічного управління підприємства. З позицій інвестиційного менеджменту виділяють, як правило, три основні групи об'єктів стратегічного управління:

- 1) інвестиційна діяльність підприємства в цілому;
- 2) інвестиційна діяльність стратегічної зони господарювання;
- 3) інвестиційна діяльність стратегічного інвестиційного центру.

Підприємство як об'єкт стратегічного інвестиційного управління являє собою відкриту комплексну систему, що інтегрує всі напрямки і форми інвестиційної діяльності його різноманітних структурних господарських підрозділів.

Стратегічна зона господарювання – це самостійний господарський сегмент в рамках підприємства (організації), що здійснює свою діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю попиту, використовуюваною сировиною або виробничою технологією. Інвестиційна стратегія стратегічної зони господарювання є самостійним (автономним) блоком у загальній системі стратегічного інвестиційного управління на підприємстві.

Стратегічний інвестиційний центр являє собою самостійну структурну одиницю підприємства (організації), що спеціалізується на виконанні окремих функцій або напрямків інвестиційної діяльності, забезпечує ефективну господарську діяльність окремих стратегічних зон господарювання і підприємства в цілому. Інвестиційна стратегія

таких центрів обмежена функціональними напрямками їх діяльності і підпорядкована задачам загального стратегічного інвестиційного управління.



Рис. 6.2. Задачі інвестиційної стратегії

6.2. Принципи і послідовність розробки інвестиційної стратегії підприємств

В основі розробки інвестиційної стратегії підприємства лежать принципи нової управлінської парадигми – системи стратегічного управління. До основних принципів, що забезпечують підготовку і прийняття стратегічних інвестиційних рішень в процесі розробки інвестиційної стратегії підприємства, відносяться наступні:

1. Розгляд підприємства як відкритої соціально-економічної системи, спроможної до самоорганізації. Цей принцип стратегічного управління полягає в тому, що при розробці інвестиційної стратегії підприємство розглядається як певна система, яка цілком відкрита для активної взаємодії з чинниками зовнішнього інвестиційного середовища. У процесі такої взаємодії підприємству притаманна властивість знаходження відповідної просторової, часової або функціональної структури без специфічного впливу ззовні в умовах економіки ринкового типу, що й розглядається як його спроможність до самоорганізації.

2. Урахування базових стратегій операційної діяльності підприємства. Будучи частиною загальної стратегії економічного розвитку підприємства, що забезпечує в першу чергу розвиток операційної діяльності, інвестиційна стратегія підпорядковується їй. Водночас, інвестиційна стратегія сама здійснює істотний вплив на формування стратегічного розвитку операційної діяльності підприємства. Це пов'язано з тим, що основні цілі операційної стратегії забезпечення високих темпів реалізації продукції, зростання операційного прибутку і підвищення конкурентної позиції підприємства пов'язані з тенденціями розвитку відповідного товарного ринку (споживчого або факторів виробництва). Якщо тенденції розвитку товарного й інвестиційного ринків (у тих сегментах, де підприємство здійснює свою господарську діяльність) не збігаються, може виникнути ситуація, коли стратегічні цілі розвитку операційної діяльності підприємства не можуть бути реалізовані в зв'язку з інвестиційними обмеженнями. У цьому випадку стратегія операційної діяльності підприємства відповідно коригується.

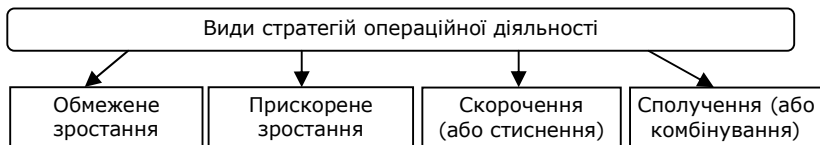


Рис. 6.3. Стратегія операційної діяльності

Вся різноманітність стратегій операційної діяльності, реалізацію яких покликана забезпечувати інвестиційна діяльність підприємства.

Обмежене зростання. Цей тип операційної стратегії використовується підприємствами зі стабільним асортиментом продукції

і виробничих технологій, які мало змінюються під впливом науково-технічного прогресу. Вибір такої стратегії можливий в умовах слабких коливань кон'юнктури товарного ринку і стабільної конкурентної позиції підприємства. Відповідно інвестиційна стратегія підприємства в цих умовах спрямована в першу чергу на ефективне забезпечення відтворювальних процесів і обмеженого приросту активів. Стратегічні зміни інвестиційної діяльності в цьому випадку зводяться до мінімуму.

Прискорене зростання. Такий тип операційної стратегії обирають, як правило, підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу, а також в галузях, що динамічно розвиваються, під впливом науково-технічного прогресу. Інвестиційна стратегія в цьому випадку має найбільш складний характер через необхідність забезпечення високих темпів розвитку інвестиційної діяльності, її диверсифікації по різноманітних формах, регіонах і т.п.

Скорочення (або стиснення). Така операційна стратегія найчастіше обирається підприємствами, що знаходяться на пізніх стадіях свого життєвого циклу, а також у стадії фінансової кризи. Вона заснована на принципі «відсікання зайвого», який передбачає скорочення обсягу й асортименту продукції, що випускається, вихід з окремих сегментів ринку і т.п. Інвестиційна стратегія підприємства в цих умовах покликана забезпечити ефективне дезінвестування і високу маневреність використання капіталу, забезпечуючи подальшу фінансову стабілізацію.

Сполучення (або комбінування). Така операційна стратегія підприємства інтегрує різноманітні типи часткових стратегій стратегічних зон господарювання або стратегічних господарських центрів. Така стратегія характерна для великих підприємств (організацій) із широкою галузевою і регіональною диверсифікацією операційної діяльності. Інвестиційна стратегія таких підприємств (організацій) диференціюється в розрізі окремих об'єктів стратегічного управління, будучи підпорядкованою різноманітним стратегічним цілям їхнього розвитку.

3. Переважна орієнтація на підприємницький стиль стратегічного управління інвестиційною діяльністю. Інвестиційна поведінка підприємства в стратегічній перспективі характеризується приростним або підприємницьким стилем. Основу приростного стилю складає постановка стратегічних цілей від досягнутого рівня інвестиційної

діяльності з мінімізацією альтернатив прийнятих стратегічних інвестиційних рішень. Кардинальні зміни напрямків і форм інвестиційної діяльності здійснюються лише як відгук на зміни операційної стратегії підприємства. Цей стиль інвестиційної поведінки характерний, як правило, для підприємств, що досягають такої стадії свого життєвого циклу як зрілість.

Основу підприємницького стилю інвестиційного поведіння становить активний пошук ефективних інвестиційних рішень в усіх напрямках і формах інвестиційної діяльності, а також на різноманітних стадіях інвестиційного процесу, який супроводжується постійною їх трансформацією відповідно до поставлених стратегічних цілей і чинників мінливого зовнішнього інвестиційного середовища.

В економічній літературі приростний стиль інвестиційної поведінки підприємства в стратегічній перспективі розглядається як консервативний, у той час як підприємницький стиль — як агресивний, орієнтований на прискорене зростання.

4. Забезпечення погодженості перспективного, поточного і оперативного управління інвестиційною діяльністю. Концепція стратегічного управління передбачає, що розроблена інвестиційна стратегія підприємства отримує свою подальшу конкретизацію в процесі поточного управління інвестиційною діяльністю шляхом формування інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) підприємства. На відміну від інвестиційної стратегії формування інвестиційної програми є середньостроковим управлінським процесом, здійснюваним у рамках стратегічних рішень і поточних інвестиційних можливостей підприємства. У свою чергу процес поточного управління інвестиційною діяльністю має детальне завершення в оперативному управлінні реалізацією реальних інвестиційних проектів і реструктуризацією портфеля фінансових інструментів інвестування. Таким чином, розробка інвестиційної стратегії є тільки першим етапом процесу стратегічного управління інвестиційною діяльністю.

5. Забезпечення адаптивності інвестиційної стратегії до змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища, яке реалізується в системі загального ситуаційного підходу до майбутньої діяльності підприємства, що обумовлено парадигмою стратегічного управління. Сутність цього основного підходу полягає в тому, що всі майбутні стратегічні зміни в інвестиційній діяльності підприємства – її напрямках,

формах, методах планування і контролю, організаційній структурі управління, інвестиційній культурі і т.п. є прогнозованою або оперативною його реакцією на відповідні зміни різноманітних чинників зовнішнього інвестиційного середовища.

Якщо прогнозовані параметри зовнішнього інвестиційного середовища є відносно стабільними, підприємство має можливість більшою мірою деталізувати свою інвестиційну стратегію, централізувати систему стратегічного планування і контролю, сформувати більш жорстку стратегічну організаційну структуру управління інвестиційною діяльністю. І навпаки, якщо прогнозоване зовнішнє інвестиційне середовище характеризується нестабільністю основних параметрів, а її зміни створюють певні загрози або формують нові інвестиційні можливості, інвестиційна стратегія підприємства повинна мати більш загальний і гнучкий характер та забезпечуватися більш децентралізованими структурами управління, які дозволяють оперативно й адекватно реагувати на зміни інвестиційного клімату, кон'юнктури інвестиційного ринку і т. ін.

6. Забезпечення альтернативності стратегічного інвестиційного вибору. В основу стратегічних інвестиційних рішень покладено активний пошук альтернативних варіантів напрямків, форм і методів здійснення інвестиційної діяльності, вибір найкращих із них, побудова на їх основі загальної інвестиційної стратегії і формування механізмів її ефективної реалізації. Альтернативність є найважливішою відмінною рисою всієї системи стратегічного управління підприємством і пов'язана з усіма основними елементами стратегічного інвестиційного вибору – інвестиційними цілями, інвестиційною політикою по окремих аспектах інвестиційної діяльності, джерелами формування інвестиційних ресурсів, стилем і менталітетом інвестиційного поведінки і т.п.

7. Забезпечення постійного використання результатів технологічного прогресу в інвестиційній діяльності. Формуючі інвестиційну стратегію, варто мати на увазі, що інвестиційна діяльність є головним механізмом впровадження технологічних нововведень, що забезпечують зростання конкурентної позиції підприємства на ринку. Тому реалізація загальних цілей стратегічного розвитку підприємства значною мірою залежить від того, наскільки його інвестиційна стратегія відбиває досягнуті результати технологічного прогресу й адаптована до швидкого використання нових його результатів.

8. Врахування рівня інвестиційного ризику в процесі прийняття стратегічних інвестиційних рішень. Практично всі основні інвестиційні рішення, що прийняті в процесі формування інвестиційної стратегії, тією або іншою мірою змінюють рівень інвестиційного ризику. У першу чергу, це пов'язано з вибором напрямків і форм інвестиційної діяльності, формуванням інвестиційних ресурсів, впровадженням нових організаційних структур управління Інвестиційною діяльністю. Інвестиційний ризик особливо збільшується в періоди коливань ставки відсотка і зростання темпів інфляції.

9. Орієнтація на професійний апарат інвестиційних менеджерів у процесі реалізації інвестиційної стратегії. Які б фахівці не залучалися до розробки окремих параметрів інвестиційної стратегії підприємства, її реалізацію повинні забезпечувати спеціально підготовлені спеціалісти – інвестиційні менеджери. Вони мають бути ознайомлені з основними принципами стратегічного управління, механізмом управління реальними інвестиційними проектами і портфелем фінансових інвестицій, володіти методами стратегічного інвестиційного контролінга.

10. Забезпечення розробленої інвестиційної стратегії підприємства відповідними організаційною структурою та інвестиційною культурою є найважливішою умовою для ефективної її реалізації.

Процес розробки інвестиційної стратегії підприємства здійснюється по таких етапах:

1. Визначення загального періоду формування інвестиційної стратегії. Цей період залежить від певних умов:

- тривалості періоду, визначеного для формування загальної стратегії розвитку підприємства, який не може бути більшим періоду реалізації підтримуючих інвестиційних проектів;
- передбачуваності розвитку економіки в цілому і кон'юнктури тих сегментів інвестиційного ринку, із якими пов'язана майбутня інвестиційна діяльність підприємства;
- його галузевої приналежності;
- розміру;
- стадії життєвого циклу тощо.

2. Дослідження чинників зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку, яке спрямоване на визначення економіко-правових умов інвестиційної діяльності підприємства і можливої їхньої зміни в майбутньому періоді, тенденцій змін

кон'юнктури інвестиційного ринку і чинників, що її обумовлюють, прогнозу кон'юнктури в розрізі окремих сегментів ринку, які пов'язані із майбутньою інвестиційною діяльністю підприємства.

3. Оцінка сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його інвестиційної діяльності. Така оцінка дозволяє визначити, чи володіє підприємство достатнім потенціалом, щоб скористатися новими інвестиційними можливостями, а також які внутрішні його характеристики послаблюють результативність інвестиційної діяльності. Для діагностики внутрішніх проблем цієї діяльності використовується метод управлінського обстеження підприємства, який заснований на вивченні різноманітних функціональних зон підприємства, що забезпечують розвиток інвестиційного процесу, серед яких: маркетингові можливості розширення обсягів і диверсифікації операційної (а відповідно й інвестиційної діяльності); фінансові можливості формування інвестиційних ресурсів; чисельність, фаховий і кваліфікаційний склад персоналу, що забезпечує розробку і реалізацію інвестиційної стратегії; наявна на підприємстві інформаційна база формування альтернативних стратегічних рішень щодо інвестування; стан організаційної структури управління й інвестиційної культури.

4. Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності.

Головною метою цієї діяльності є підвищення рівня добробуту власників підприємства і максимізація його ринкової вартості. Водночас, ця головна ціль потребує певної конкретизації з урахуванням задач і особливостей майбутнього інвестиційного розвитку підприємства. Система стратегічних цілей повинна забезпечувати вибір найбільш ефективних напрямків реального і фінансового інвестування, формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів і оптимізації їхнього складу, прийнятність рівня інвестиційних ризиків у процесі здійснення майбутньої господарської діяльності і т.п.

5. Аналіз стратегічних альтернатив і вибір стратегічних напрямків та форм інвестиційної діяльності. Цей етап розробки інвестиційної стратегії є одним з основних. Він передбачає пошук альтернатив рішення щодо поставлених стратегічних інвестиційних цілей; їх оцінку з позицій зовнішніх можливостей і загроз, а також реального внутрішнього інвестиційного потенціалу; вибір найприйнятніших з них. Пошук альтернатив, що відповідають поставленим цілям, здійснюється в

галузевому і регіональному розрізі, по різноманітних об'єктах стратегічного управління, по реальних і фінансових інвестиціях і т.п.

6. Визначення стратегічних напрямків формування інвестиційних ресурсів. На цьому етапі прогнозується загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів відповідно до стратегічних напрямків і форм реального та фінансового інвестування, що диференціюється по окремих етапах стратегічного періоду; оптимізується структура джерел формування, виходячи із забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.

7. Формування інвестиційної політики по основних аспектах інвестиційної діяльності. Цей етап формування інвестиційної стратегії дозволяє забезпечити інтеграцію цілей і напрямків інвестиційної діяльності з основними механізмами їх реалізації. Інвестиційна політика являє собою форму реалізації інвестиційної ідеології й інвестиційної стратегії підприємства в розрізі найважливіших аспектів інвестиційної діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від інвестиційної стратегії в цілому, інвестиційна політика формується лише по конкретних напрямках інвестиційної діяльності підприємства і спрямована на досягнення головної стратегічної цілі.

Формування інвестиційної політики по окремих аспектах фінансової діяльності підприємства може мати багаторівневий характер. Так, наприклад, в рамках політики управління реальними інвестиціями можуть бути розроблені реноваційна політика, політика інноваційного інвестування і т. ін.

8. Розробка системи організаційно-економічних заходів щодо забезпечення реалізації інвестиційної стратегії. У системі цих заходів передбачається формування на підприємстві нових організаційних структур управління інвестиційною діяльністю, створення «центрів інвестицій» різних типів, впровадження нових принципів інвестиційної культури, створення ефективної системи стратегічного інвестиційного контролінгу і т.п.

9. Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії. Цей етап завершує процес розробки інвестиційної стратегії. Така оцінка здійснюється за системою спеціальних економічних і позаекономічних критеріїв, що встановлюється підприємством.

6.3. Основні підходи до обґрунтування стратегічних цілей, напрямів та форм інвестиційної діяльності

Стратегічне управління інвестиційною діяльністю має цільовий характер, тобто передбачає постановку і досягнення визначених цілей. Будучи чітко вираженими, стратегічні цілі стають потужним засобом підвищення ефективності інвестиційної діяльності в довгостроковій перспективі, її координації і контролю, а також базою для прийняття управлінських рішень на всіх стадіях інвестиційного процесу.

Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства являють собою подані у формалізованому вигляді бажані параметри його стратегічної інвестиційної позиції, що дозволяють спрямовувати цю діяльність у довгостроковій перспективі й оцінювати її результати.

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності повинно відповідати певним вимогам, основними з яких є:

1. Підпорядкованість головній цілі інвестиційного менеджменту. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності розробляються для реалізації в довгостроковій перспективі головної цілі інвестиційного менеджменту – максимізації добробуту власників підприємства. Система конкретних цілей інвестиційної стратегії формується на підтримку цієї головної цілі і повинна бути співмірна з нею.

2. Орієнтація на високий результат інвестиційної діяльності.

Кожна стратегічна ціль повинна мати 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 ідеальне уявлення або бажана уява про стратегічну інвестиційну позицію підприємства, їх необхідно свідомо обмежувати за критерієм реальної досяжності з урахуванням чинників зовнішнього інвестиційного середовища і внутрішнього інвестиційного потенціалу.

4. Вимірюваність. Кожна із формованих стратегічних інвестиційних цілей повинна бути виражена в конкретних показниках. Реалізація цієї вимоги в процесі формування стратегічних цілей дозволяє використовувати їх у системі планування (нормування) основних параметрів інвестиційної діяльності, диференціювати по окремих

інтервалах стратегічного періоду, застосовувати в якості критеріїв оцінки результатів реалізації інвестиційної стратегії підприємства.

5. Однозначність трактування. Кожна стратегічна інвестиційна ціль повинна однозначно і чітко сприйматися всіма інвестиційними менеджерами, діяльність яких пов'язана з її реалізацією. Ця вимога забезпечується чітким установленням стратегічного періоду (або окремих його інтервалів), диференціацією по різноманітних об'єктах стратегічного управління, співставною системою одиниць виміру кількісних значень та інших чинників, що забезпечують чіткість сприйняття стратегічних цілей.

6. Наукова обґрунтованість. Процес формування стратегічних інвестиційних цілей має ґрунтуватись на об'єктивних економічних законах, що визначають рівень інвестиційної активності підприємства та ефективність його інвестиційної діяльності. Під час його здійснення має використовуватись сучасний методичний інструментарій реальної оцінки окремих параметрів, чітко визначатись система взаємозв'язків і взаємозалежності окремих цілей.

5. Взаємопов'язаність. Система стратегічних інвестиційних цілей повинна бути вибудована таким чином, щоб реалізація одних з цих цілей забезпечувала б успішну реалізацію інших. Для цього необхідно ранжирувати стратегічні цілі за рівнем їх пріоритетності, поділяючи їх в загальній ієрархії на прямі і підтримуючі.

6. Гнучкість. Ця вимога визначає можливість коригування системи стратегічних інвестиційних цілей в цілому або окремих кількісних параметрів кожної з них під впливом зміни чинників зовнішнього інвестиційного середовища або параметрів внутрішнього інвестиційного потенціалу. Зовнішня гнучкість системи стратегічних цілей повинна забезпечувати мінімізацію негативного впливу окремих чинників на ефективність інвестиційної діяльності або швидку реалізацію нових інвестиційних можливостей, а внутрішня їхня гнучкість – швидку маневреність у використанні інвестиційного потенціалу підприємства (у першу чергу, власних інвестиційних ресурсів).

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності потребує попередньої їх класифікації за визначеними ознаками:

1. За видами очікуваного ефекту стратегічні цілі інвестиційної діяльності поділяються на економічні та позаекономічні.

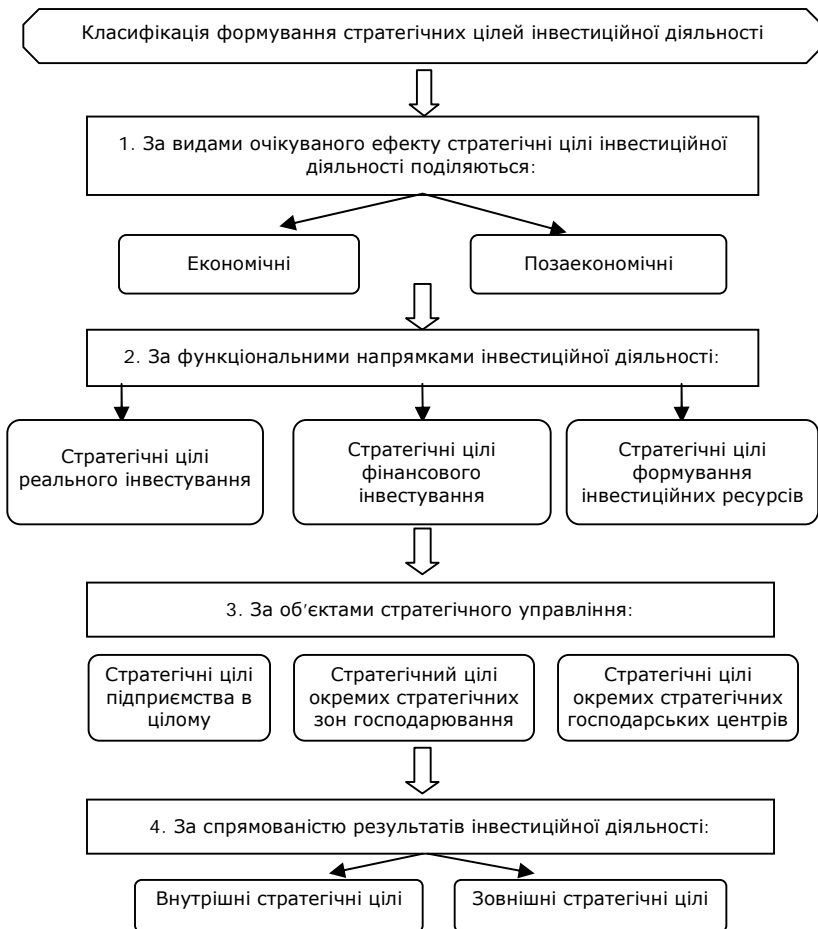


Рис.6.4. Класифікація стратегічних цілей

Економічні цілі інвестиційної стратегії безпосередньо пов'язані з формуванням інвестиційного доходу або з досягненням інших економічних результатів інвестиційної діяльності в перспективі, що розглядається.

Позаекономічні цілі інвестиційної стратегії пов'язані з рішенням соціальних задач, забезпеченням екологічної безпеки, підвищенням статусу і репутації підприємства і т.п. Хоча реалізація цих стратегічних

цілей не пов'язана безпосередньо з очікуванням інвестиційного прибутку, їхній непрямий вплив на формування цього прибутку може бути досить суттєвим.

2. За функціональними напрямками інвестиційної діяльності цілі інвестиційної стратегії підприємства поділяються на:

Стратегічні цілі реального інвестування. Такі цілі визначаються за галузевою і регіональною спрямованістю реальних інвестицій, основними їх формами, найважливішими кінцевими результатами. Система цих цілей повинна бути взаємозалежною 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. Серед них визначають, як правило цільові параметри обсягу і структури формування ресурсів, а також їх середньозваженої вартості.

3. За об'єктами стратегічного управління виділяють такі групи цілей:

Стратегічні цілі підприємства в цілому. У загальній системі стратегічних цілей інвестиційної діяльності вони відіграють визначальну роль і посідають, як правило, основне місце.

Стратегічні цілі окремих стратегічних зон господарювання пов'язані з формуванням, розвитком і забезпеченням ефективної діяльності стратегічних об'єктів заданого типу, що виділяються в структурі підприємства.

Стратегічні цілі окремих стратегічних господарських центрів пов'язані з інвестиційною підтримкою формування і розвитку «центрів відповідальності» різноманітних типів, у першу чергу, «центрів інвестицій».

4. За спрямованістю результатів інвестиційної діяльності цілі інвестиційної стратегії поділяються на:

Внутрішні стратегічні цілі, які визначають напрямки розвитку внутрішніх інвестицій підприємства, що забезпечують, як правило, різноманітні цілі операційної діяльності підприємства, рішення найбільш важливих проблем соціального розвитку персоналу і т.п.

Зовнішні стратегічні цілі. Визначають напрямки й очікувані результати розвитку зовнішніх інвестицій підприємства.

5. За пріоритетністю значення стратегічні цілі інвестиційної діяльності поділяються на:

Головну стратегічну ціль інвестиційної діяльності, що як правило, тотожна головній цілі інвестиційного менеджменту на більш розгорнутій основі з урахуванням особливостей інвестиційної діяльності конкретного підприємства.

Основні стратегічні цілі інвестиційної діяльності, до яких належать найбільш важливі стратегічні цілі, що безпосередньо спрямовані на реалізацію головної цілі інвестиційної діяльності в розрізі основних її аспектів.

Допоміжні стратегічні цілі інвестиційної діяльності, до складу яких входять всі інші економічні і позаекономічні цілі інвестиційної діяльності підприємства.

6. За характером впливу на очікуваний результат виділяють:

Прямі стратегічні цілі, що пов'язані з кінцевими результатами інвестиційної діяльності. До їх складу входять головна стратегічна ціль і найважливіші з основних стратегічних цілей.

Підтримуючі стратегічні цілі, спрямовані на забезпечення реалізації прямих стратегічних цілей в процесі інвестиційної діяльності. До них можуть бути віднесені ті, що пов'язані з використанням нових інвестиційних технологій, переходом до нової організаційної структури управління інвестиційною діяльністю, формуванням інвестиційної культури і т.п.

Слід звернути увагу на те, що розподіл стратегічних цілей за цією ознакою має певною мірою умовний характер і пов'язаний з різним рівнем їхньої пріоритетності. Так, стосовно головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності всі інші цілі можна розглядати як підтримуючі.

7. За спрямованістю відтворювального процесу, що забезпечується інвестиційною діяльністю, стратегічні цілі поділяють на:

Стратегічні цілі розвитку, до яких відносять цілі інвестиційної діяльності, що спрямовані на забезпечення приросту активів або власного капіталу підприємства (тобто пов'язані з процесом «чистого капіталотворення»).

Реноваційні стратегічні цілі, які забезпечують своєчасну заміну з амортизованих основних засобів і нематеріальних активів у рамках простого відтворення.

Класифікація стратегічних цілей інвестиційної діяльності не обмежується наведеними вище основними ознаками. Вона може бути

доповнена, виходячи зі специфіки здійснення інвестиційної діяльності конкретних підприємств.

З урахуванням розглянутих принципів класифікації організується сам процес формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства, який може здійснюватись за такими основними етапами:

1. Ретроспективний аналіз тенденцій розвитку основних результативних показників інвестиційної діяльності з урахуванням динаміки факторів зовнішнього інвестиційного середовища і параметрів внутрішнього інвестиційного потенціалу підприємства. Основним завданням такого аналізу є виявлення закономірностей і особливостей розвитку найважливіших параметрів інвестиційної діяльності окремих об'єктів стратегічного управління підприємства і встановлення ступеня впливу на них різноманітних зовнішніх й внутрішніх чинників. При стабільному стані окремих чинників зовнішнього інвестиційного середовища період проведення ретроспективного аналізу може бути обмежений 2-3 роками (в умовах нестабільності цей період має відповідати встановленій стратегічній перспективі).

2. Формулювання головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності підприємства. На цьому етапі раніше розглянута головна ціль інвестиційного менеджменту конкретизується у певному показнику й одержує кількісне значення. Наприклад, головна стратегічна ціль інвестиційної діяльності може бути визначена в такий спосіб: «Забезпечити зростання власного капіталу до кінця стратегічного періоду в два рази за рахунок ефективної інвестиційної діяльності».

3. Визначення бажаних і можливих тенденцій розвитку окремих показників інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення її головної цілі. У процесі цього етапу виявляються основні параметри розвитку інвестиційної діяльності підприємства, що забезпечують реалізацію її головної цілі і можуть бути підтримані за рахунок сприятливих умов майбутньої динаміки зовнішніх та внутрішніх чинників. Це дозволяє виявити позитивний вплив розвитку зовнішнього інвестиційного середовища і внутрішнього потенціалу підприємства на забезпечення реалізації головної стратегічної цілі його інвестиційної діяльності.

4. Визначення небажаних, але можливих тенденцій розвитку окремих результатів інвестиційної діяльності, що перешкоджають досягненню її головної цілі, передбачає виявлення несприятливого

впливу окремих зовнішніх і внутрішніх чинників у процесі їхньої майбутньої динаміки на хід реалізації головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності підприємства. Така детермінація можливих загроз забезпеченню реалізації головної цілі дозволяє завчасно вжити заходів щодо нейтралізації негативного впливу окремих чинників.

5. Врахування об'єктивних обмежень у досягненні бажаних параметрів стратегічної інвестиційної позиції підприємства.

В основі первісних підходів до формування стратегічних інвестиційних цілей є ідеальне або бажане уявлення про стратегічну інвестиційну позицію підприємства. Проте підприємство аж ніяк не є вільним у виборі своїх інвестиційних цілей, що відповідають його ідеальній стратегічній інвестиційній позиції. Воно може вільно обирати інвестиційну ідеологію, показник головної стратегічної інвестиційної цілі і навіть систему основних стратегічних позаекономічних цілей інвестиційної діяльності. Що ж до системи стратегічних економічних цілей цієї діяльності, то вони визначаються з урахуванням об'єктивних обмежень, які не контролюються інвестиційними менеджерами підприємства.

Одним з таких об'єктивних обмежень є розмір підприємства. Недостатність інвестиційних ресурсів не дозволяє невеличкому підприємству здійснювати диверсифіковану інвестиційну діяльність і ставити масштабні цілі інвестиційної стратегії. У зв'язку з цим, стратегічні цілі таких підприємств обмежуються, як правило, сферою реального інвестування, підпорядкованою завданням економічного розвитку і своєчасної реновації вибуваючих основних засобів та нематеріальних активів. У той самий час великі підприємства можуть дозволити собі вибір позаекономічних цілей реального фінансового інвестування, диверсифікації інвестиційної діяльності.

Крім того, об'єктивним обмеженням є можливий обсяг інвестиційних ресурсів, що співрозмірний з потребами майбутнього забезпечення операційного процесу підприємства. Це об'єктивне обмеження розглядається в концепції «критичної маси інвестицій», що набула розвитку в останні роки і характеризує мінімальний обсяг інвестиційної діяльності, який дозволяє підприємству формувати необхідний чистий операційний прибуток. Глобалізація ринків, прискорення темпів технологічного прогресу, зниження норми віддачі на вкладений капітал обумовлюють постійне зростання «критичної маси інвестицій», що при

незмінних прибутках, ускладнює економічний розвиток підприємств і знижує кількісні параметри стратегічних цілей їхнього росту.

Важливим об'єктивним обмеженням, що визначає спрямованість стратегічних цілей інвестиційної діяльності, є стадія життєвого циклу, в якій перебуває підприємство.

6. Формування системи основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення її головної цілі.

Визначення бажаних і небажаних тенденцій розвитку інвестиційної діяльності, а також урахування-об'єктивних обмежень у процесі формування стратегічної інвестиційної позиції підприємства дозволяють сформувати систему основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності, та визначити кожну з них у конкретних показниках — цільових стратегічних нормативах. Серед найважливіших із цієї групи цілей (цільових стратегічних нормативів):

- темп зростання загального обсягу інвестиційної діяльності в стратегічній перспективі (загальній або середньорічній);
- співвідношення обсягів реального і фінансового інвестування підприємства;
- мінімально прийнятний рівень поточного інвестиційного прибутку;
- мінімально прийнятний темп приросту капіталу, що інвестується в довгостроковій перспективі;
- граничне припустимий рівень інвестиційного ризику;
- структура капіталу підприємства, що залучається в інвестиційних цілях (або мінімальний рівень самофінансування інвестицій).

Усі наведені цільові нормативи безпосередньо забезпечують реалізацію головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності підприємства.

7. Формування системи допоміжних, підтримуючих цілей, що включаються до інвестиційної стратегії підприємства. Система цих цілей спрямована на забезпечення реалізації ряду основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства і враховує специфіку цієї діяльності. Допоміжні цілі можуть бути також виражені в цільових стратегічних нормативах, найважливішими із яких є:

- рівень галузевої диверсифікації реальних або фінансових інвестицій;

- рівень регіональної диверсифікації реальних або фінансових інвестицій;
- співвідношення обсягів внутрішніх і зовнішніх інвестицій підприємства;
- граничний рівень ліквідності об'єктів реального інвестування або портфеля фінансових інвестицій;
- мінімізація рівня оподаткування інвестиційної діяльності;
- підтримка «критичної маси інвестицій», що забезпечує стале економічне зростання підприємства;
- граничний рівень середньозваженої вартості сформованих інвестиційних ресурсів підприємства;
- необхідний обсяг (питома вага) інвестицій, що забезпечує рішення позаекономічних задач розвитку підприємства.

8. Взаємоув'язка всіх стратегічних цілей та побудова «дерева цілей» інвестиційної стратегії підприємства. Головна, основні і допоміжні стратегічні цілі розглядаються як єдина комплексна система і тому потребують чіткої взаємоув'язки з урахуванням їхньої пріоритетності і рангової значимості. Такий ієрархічний взаємозв'язок окремих стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства забезпечується на основі методу «дерева цілей». Основою цього методичного прийому є графічне зображення взаємозв'язку і підпорядкованості різноманітних цілей діяльності.

9. Остаточна індивідуалізація всіх стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства з урахуванням вимог до їхньої реалізованості. На цьому етапі перевіряється коректність формування окремих цілей з урахуванням їхніх взаємозв'язків (взаємної узгодженості). Для забезпечення реалізованості окремих стратегічних цілей інвестиційної діяльності вони мають бути конкретизовані по окремих інтервалах стратегічного періоду. У процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність системи цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності, їх зовнішня і 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 зовнішнього інвестиційного середовища



Внутрішня синхронізація передбачає узгодження в часі між собою всіх цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності

Розроблена система цілей служить критерієм оцінки успіху або невдачі реалізації інвестиційної стратегії підприємства в майбутньому періоді.

6.4. Обґрунтування стратегічних напрямків і форм інвестиційної діяльності

Розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності підприємства має базуватись на системі цілей цієї діяльності і послідовно визначати такі параметри:

1. Співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду.

2. Галузеву і регіональну спрямованість інвестиційної діяльності.

Визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду пов'язано, насамперед, з дією об'єктивних зовнішніх і внутрішніх факторів, основні із яких наведені нижче:

1. Функціональна спрямованість діяльності підприємства істотно впливає на співвідношення форм реального і фінансового інвестування. Підприємства, інституціональні інвестори здійснюють свою інвестиційну діяльність переважно на ринку цінних паперів.

Отже, основною формою їх довгострокової інвестиційної діяльності може бути інвестування в акції, облігації, ощадні сертифікати й інші фондові інструменти. Питома вага реального інвестування в таких підприємств може коливатися лише в межах чинного законодавства для кожної окремої із цих груп інвесторів.

У той же час у підприємств, які здійснюють виробничу діяльність, переважною формою вкладень будуть реальні інвестиції (у формі капітальних вкладень, покупки об'єктів приватизації і т.п.). Саме ця форма інвестування дозволяє таким підприємствам розвиватися

найбільш високими темпами, освоювати нові види продукції, просуватись на нові товарні і регіональні ринки. Фінансові інвестиції таких підприємств пов'язані, як правило, із короткостроковими вкладеннями тимчасово вільних коштів або здійснюються з метою встановлення контролю (впливу) над діяльністю окремих фірм (підприємств-партнерів; підприємств-конкурентів і т.п.).

2. Стадія життєвого циклу підприємства визначає потреби і можливості здійснення різноманітних форм інвестування. Так, на стадіях «дитинства» і «юності» переважна частина здійснюваних підприємством інвестицій має реальну форму; на стадії «ранньої зрілості» ця форма інвестицій також переважає; лише на стадії «остаточної зрілості» підприємства можуть дозволити собі суттєве збільшення питомої ваги фінансових інвестицій.

3. Розміри підприємства впливають на співвідношення форм реального і фінансового інвестування опосередковано через можливий обсяг сформованих інвестиційних ресурсів. У невеличких і середніх підприємств, вільний доступ яких до позикових фінансових ресурсів обмежений, є певні складнощі у формуванні «критичної маси інвестицій», яка забезпечуватиме рентабельний розвиток операційної діяльності. У зв'язку з цим, інвестиційна діяльність невеличких і середніх виробничих підприємств сконцентрована переважно на реальному інвестуванні, оскільки для здійснення фінансових інвестицій у них відсутні відповідні фінансові ресурси. У той же час у великих підприємств рівень фінансової гнучкості (доступу до зовнішніх джерел фінансування) більш високий, що дає їм можливість здійснювати фінансове інвестування в більш великих масштабах.

4. Характер стратегічних змін операційної діяльності визначає різноманітну циклічність формування і використання інвестиційних ресурсів, а, відповідно, й форми їх залучення в інвестиційному процесі. У сучасній літературі виділяється дві принципові характеристики стратегічних змін операційної діяльності підприємства — поступові і переривчасті зміни.

Поступові стратегічні зміни характеризуються внутрішньою логікою динаміки операційної діяльності і пов'язані з незначними обсягами її нарощення в розрізі окремих інтервалів стратегічного періоду.

Переривчасті стратегічні зміни характеризуються істотними відхиленнями обсягів операційної діяльності від традиційного вектора росту і здійснюються стрибкоподібно.

При поступових стратегічних змінах операційної діяльності сформовані підприємством інвестиційні ресурси споживаються, як правило, у рамках кожного з інтервалів стратегічного періоду на потреби реального інвестування. За таких умов фінансове інвестування має короткостроковий характер використання тимчасово вільних інвестиційних ресурсів і здійснюється в невеличких обсягах. При переривчастих стратегічних змінах операційної діяльності підприємств накопичується досить значний обсяг тимчасово не використовуваних інвестиційних ресурсів, які можуть бути задіяні у процесі фінансового інвестування - як коротко, - так і довгострокового.

5. Прогнозована ставка відсотка на фінансовому ринку впливає на співвідношення форм реального і фінансового інвестування підприємства через механізм формування норми чистого інвестиційного прибутку. У реальному інвестуванні зростання ставки відсотка викликає відповідне зниження норми чистого інвестиційного прибутку, оскільки за інших рівних умов збільшується вартість інвестиційних ресурсів, що залучаються. У фінансовому інвестуванні спостерігається протилежна тенденція — із ростом ставки відсотка норма чистого інвестиційного прибутку по більшості фінансових інструментів зростає.

6. Прогнозований темп інфляції впливає на співвідношення форм реального і фінансового інвестування підприємства в зв'язку з різним рівнем протиінфляційної захищеності об'єктів (інструментів) інвестування. Реальні інвестиції мають високий рівень проти інфляційного захисту через те, що ціни на об'єкти реального інвестування зростають, як правило пропорційно темпу інфляції. У той же час рівень проти інфляційного захисту більшості фінансових інструментів інвестування дуже слабкий - в процесі інфляції знецінюється не тільки розмір очікуваного інвестиційного прибутку, але й вартість самих інструментів інвестування, що мають бути в подальшому погашені. Відповідно, прогнозоване зростання темпів інфляції спричинятиме підвищення частки реального інвестування, у той час як прогнозоване зниження темпів інфляції викликатиме активізацію фінансового інвестування підприємства.

Альтернативність стратегічного вибору форм реального і фінансового інвестування на окремих етапах стратегічного періоду може визначатися соціальними, екологічними, іміджевими та іншими інституціональними чинниками. З урахуванням цих чинників

співвідношення різноманітних форм інвестування диференціюється по окремих інтервалах стратегічного періоду.

Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності є найбільш складним завданням розробки інвестиційної стратегії. Воно потребує поетапного підходу до прогнозування інвестиційної діяльності в ув'язуванні із загальною стратегією економічного розвитку підприємства.

На першому етапі досліджується доцільність галузевої концентрації або диверсифікації інвестиційної діяльності. Як правило початкові етапи діяльності підприємства пов'язані з її концентрацією в одній галузі, яка найбільш знайома інвесторам. Огляд західної практики свідчить, що більшість найвдаліших інвесторів досягли високого рівня добробуту, використовуючи стратегію концентрації, тобто не виходячи за рамки моногалузевої діяльності. Особливо яскраві приклади відзначаються у виробництві окремих видів наукомісткої продукції (комп'ютерна техніка, програмні продукти і т.п.) або продукції, що задовольняє нові потреби широкого кола споживачів. У той же час слід зазначити, що серед інвесторів, що використовують цю стратегію, спостерігається й найбільша кількість банкрутств. Вона пов'язана з тим, що стратегія концентрації передбачає більш високий рівень інвестиційних ризиків, ніж можуть дозволити собі більшість інвесторів.

На другому етапі досліджується доцільність різноманітних форм галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності в рамках певної групи галузей. Такими групами можуть бути галузі сільськогосподарського виробництва, харчової промисловості, транспорту і т.п. Така галузева диверсифікація дозволяє інвестору більш широко використовувати накопичений досвід у сфері маркетингу, виробничих технологій і т.п., а отже більшою мірою визначати ефективність інвестування. Крім того, використання галузевої диверсифікації навіть у таких обмежених рамках дозволяє істотно знизити рівень інвестиційних ризиків.

Диверсифікація інвестиційної діяльності підприємства в рамках визначеної групи галузей пов'язана з формуванням «стратегічних зон господарювання», яке здійснюється в процесі розробки загальної стратегії економічного розвитку компанії. Стратегічна зона господарювання повністю забезпечує розробку асортименту конкурентоспроможної продукції, ефективну збутову стратегію, а також її підтримуючу інвестиційну стратегію.

Водночас, така стратегія інвестиційної діяльності має певні вади. Головна з них полягає в тому, що суміжні галузі в рамках певної їх групи мають, як правило, аналогічний у часі галузевий життєвий цикл, що посилює інвестиційний ризик, особливо в традиційних галузях економіки. Крім того, продукція таких галузей перебуває, як правило, під впливом однакових у часі кон'юнктурних циклів, що, в окремі несприятливі періоди, посилює інвестиційний ризик. Тому використання стратегії диверсифікації інвестиційної діяльності в рамках певної групи галузей ефективно лише при сприятливому прогнозі кон'юнктури відповідних товарних ринків.

На третьому етапі досліджується доцільність різноманітних форм диверсифікації інвестиційної діяльності в розрізі різноманітних не пов'язаних між собою груп галузей. Необхідність використання такої стратегії визначається тим, що для багатьох великих і середніх компаній, що здійснюють свою діяльність протягом тривалого періоду, традиційно обрані галузі (окремі або в рамках певних груп), стримують темпи перспективного розвитку, одержання високої віддачі від інвестицій, а іноді визначають стратегічну вразливість у конкурентній боротьбі. Забезпечити нові можливості розвитку для таких підприємств може інвестування в інші альтернативні групи галузей.

Умовою здійснення такої диверсифікації інвестиційної діяльності є формування «стратегічних центрів господарювання», до складу яких входять декілька стратегічних зон господарювання. Система таких стратегічних центрів господарювання вперше була реалізована в американській фірмі «Дженерал електрик», що дозволило їй значно підвищити ефективність інвестиційної і операційної діяльності. Стратегічний центр господарювання цілком формує свою інвестиційну стратегію, яка є самостійною складовою інвестиційної стратегії компанії, а вибір галузей з різними стадіями життєвого циклу і з різними в часі коливаннями кон'юнктури на їхню продукцію істотно знижує рівень інвестиційних ризиків.

Диверсифікація інвестиційної діяльності, що здійснюється в процесі другого і третього етапів розробки інвестиційної стратегії галузевої спрямованості дозволяє одержати ефект синергізму, при якому загальний ефект полігалузевої діяльності підприємства значно більший, ніж сума ефектів окремих галузевих його підрозділів. Для одержання ефекту синергізму в процесі галузевої диверсифікації інвестиційної

діяльності підприємство може обирати наступальну інвестиційну стратегію, коли критерієм при пошуку об'єктів інвестування є майбутні переваги галузевого конгломерату, або захисну інвестиційну стратегію, коли пошук об'єктів інвестування спрямований на усунення слабких сторін окремих галузевих виробництв.

Таким чином, з галузевим вибором інвестиційної діяльності пов'язано дві принципові інвестиційні стратегії — конкурентна, що спрямована на забезпечення максимізації інвестиційного прибутку в рамках однієї галузі, і портфельна, що дозволяє максимізувати інвестиційний прибуток (при» одночасному зниженні рівня інвестиційного ризику) за рахунок правильної сполучності підрозділів міжгалузевої спрямованості.

Оцінка інвестиційної привабливості окремих галузей (підгалузей) економіки здійснюється за такими основними елементами, що розглядаються як синтетичні (агреговані) результати проведення оціночних процедур, містять у собі конкретні аналітичні показники, розрахунок яких ґрунтується на відповідних статистичних даних і експертних оцінках, а саме:

1. Рівень перспективності розвитку галузі оцінюється на таких основних показниках і характеристиках:

- значимість галузі в економіці країни, кількісну оцінку якої складають фактична і прогнозована питома вага продукції галузі у валовому внутрішньому продукті країни з урахуванням здійснюваної структурної перебудови економіки;
- стійкість галузі до економічного спаду, рівень якої визначається на основі аналізу співвідношення динаміки обсягу галузевого виробництва продукції і динаміки валового внутрішнього продукту країни;
- соціальна значимість галузі, що характеризується чисельністю зайнятих у галузі працівників, їхньою питомою вагою в загальній чисельності зайнятого населення країни;
- забезпеченість розвитку галузі власними фінансовими ресурсами. Для такої оцінки використовуються показники обсягу і питокої ваги капітальних вкладень, здійснюваних за рахунок власних фінансових ресурсів підприємств галузі; питома вага власного капіталу в загальному використовуваному його обсязі підприємствами галузі й інші;

- ступінь державної підтримки розвитку галузі. Вона оцінюється на основі даних про обсяг державних капітальних вкладень у галузь, обсяг пільгового державного кредитування підприємств галузі, системи податкових пільг, що пов'язані з діяльністю підприємств галузі й інших;
- стадія життєвого циклу галузі. Така оцінка здійснюється тільки по тих галузях (підгалузях) економіки, розвиток яких має циклічний характер.

2. Рівень середньогалузевої рентабельності діяльності підприємств галузі оцінюється на основі коефіцієнтів:

- рентабельності активів, що свідчить про рівень генерування прибутку активами підприємств з урахуванням галузевої специфіки їхньої діяльності;
- рентабельності власного капіталу, що є пріоритетним в аналізованій системі показників даної групи, оскільки дозволяє оцінити середню галузеву норму прибутковості інвестицій;
- рентабельності реалізації продукції, що дає уявлення про норму прибутку в галузі в складі середніх цін на її продукцію;
- рентабельності поточних витрат, що дає уявлення про потенційні можливості формування діапазону цін на продукцію з позицій рівня витрат на її виробництво і реалізацію.

Враховуючи високу варіабельність значень цих показників у динаміці, яка викликана нестабільністю економічних умов розвитку підприємств на сучасному етапі, ці показники розраховуються і досліджуються за декілька років.

3. Рівень галузевих інвестиційних ризиків оцінюється за такими показниками:

- коефіцієнт варіації показника рентабельності власного капіталу в середньому по галузі по окремих роках аналізованого періоду. Цей коефіцієнт є традиційним вимірником рівня інвестиційного ризику в динаміці;
- коефіцієнт варіації показників рентабельності в розрізі окремих підприємств галузі, що характеризує внутрішньогалузевий діапазон коливань рівня фінансових (інвестиційних) ризиків;
- рівень конкуренції в галузі. Цей показник кількісно характеризує число підприємств, що функціонують у даній галузі (порівняно з іншими галузями), а також число

підприємств, що займають монопольне положення на ринку (за критерієм питомої ваги реалізації продукції);

- рівень інфляційної стійкості цін на продукцію галузі. Цей показник можна одержати шляхом зіставлення показників динаміки індексу цін на продукцію галузі і динаміки індексу оптових цін у цілому по країні;
- рівень соціальної напруги в галузі певною мірою свідчить про порівняння показника середнього рівня заробітної плати в галузі з реальним рівнем прожиткового мінімуму в країні.

На основі оцінки трьох наведених елементів (синтетичних оціночних характеристик) і їхньої рангової значимості для загальної характеристики інвестиційної привабливості розраховуються інтегральні показники рівня інвестиційної привабливості окремих галузей економіки, а саме:

На першому етапі розрахунків визначається рангова значимість галузей по кожному елементу їхньої оцінки. У процесі такої оцінки всі аналітичні показники, використовувані для характеристики окремих елементів інвестиційної привабливості галузей, розглядаються як рівнозначні. Рангова значимість галузі по кожному елементу оцінки визначається як середня рангова її значимість по усіх аналітичних показниках, що входять в цей елемент.

На другому етапі розрахунків на основі рангової значимості галузі по кожному елементу розраховується інтегральний ранговий показник оцінки їхньої інвестиційної привабливості.

Враховуючи те, що окремі елементи оцінки відіграють різну роль у прийнятті інвестиційних рішень, їхня значимість диференціюється експертним шляхом.

На третьому етапі розрахунків на основі визначених інтегральних рангових показників оцінки інвестиційної привабливості окремих галузей проводиться їх відповідне групування. У процесі такого групування встановлюються:

- пріоритетні за рівнем інвестиційної привабливості галузі;
- галузі з високим рівнем інвестиційної привабливості;
- галузі із середнім рівнем інвестиційної привабливості;
- галузі з низьким рівнем інвестиційної привабливості.

При використанні результатів оцінки рівня інвестиційної привабливості галузей економіки з метою галузевої диверсифікації

інвестиційного портфеля підприємства необхідно мати на увазі, що ряд показників оцінки має високий рівень динаміки. Тому зі зміною економічних умов діяльності підприємств окремих галузей така оцінка повинна переглядатися. Найчастіше періодичність такого перегляду складає два роки.

Визначення регіональної спрямованості інвестиційної діяльності при розробці інвестиційної стратегії підприємства пов'язане з двома основними умовами. Першою, що визначає необхідність такої розробки, є розмір підприємства. Переважна більшість невеличких фірм і значна частина середніх підприємств здійснюють свою діяльність у межах одного регіону за місцем мешкання інвесторів. Для таких фірм можливості регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності (особливо в частині реальних інвестицій) обмежені через недостатній обсяг інвестиційних ресурсів та істотне ускладнення управління інвестиційною і операційною діяльністю. Принципова можливість регіональної диверсифікації реальна лише при фінансових інвестиціях, проте їх обсяг у таких підприємств невеличкий, тому інвестиційні рішення можуть прийматися не в рамках розробляємо стратегії, а при формуванні конкурентного інвестиційного портфеля, тобто на стадії тактичного управління інвестиційною діяльністю.

Другою умовою необхідності такої розробки є тривалість функціонування підприємства. На перших стадіях його життєвого циклу операційна та інвестиційна діяльність зосереджуються, як правило, у межах одного регіону і лише в міру подальшого розвитку підприємства виникає потреба в регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності.

Основою розробки регіональної спрямованості інвестиційної діяльності є оцінка інвестиційної привабливості окремих регіонів країни. Через усталеність багатьох регіональних чинників розвитку результати оцінки інвестиційної привабливості регіонів є більш стабільними і можуть бути використані при розробці інвестиційної стратегії.

Оцінка інвестиційної привабливості регіонів країни здійснюється по таких основних елементах. Так само, як і в попередньому варіанті методики, кожний із наведених елементів (аналізований як синтетичний результат оцінки) ґрунтується на розрахунку і вивченні конкретних аналітичних показників.

1. Рівень загальноекономічного розвитку регіону оцінюється на основі таких аналітичних показників:

- питома вага регіону у валовому внутрішньому продукті і національному доході країни;
- обсяг виробленої промислової і сільськогосподарської продукції в регіоні в розрахунку на одну особу;
- середній рівень доходів населення;
- середньорічний обсяг капітальних вкладень у регіоні за декілька попередніх років та інші.

2. Рівень розвитку інвестиційної інфраструктури в регіоні оцінюється на основі таких основних показників:

- кількість підрядних будівельних підприємств у регіоні;
- обсяги місцевого виробництва основних будівельних матеріалів;
- обсяг виробництва енергетичних ресурсів у регіоні (у перерахунку на електроенергію);
- щільність залізничних колій та автомобільних доріг із твердим покриттям у розрахунку на 100 км² території;
- кількість фондових і товарних бірж у регіоні;
- кількість брокерських контор, що здійснюють операції на ринку цінних паперів та інші.

3. Демографічна характеристика регіону оцінюється на основі таких основних показників:

- питома вага населення регіону в загальній чисельності мешканців країни;
- співвідношення міських і сільських жителів регіону;
- питома вага працюючого населення (зайнятого на підприємствах і в організаціях усіх форм власності);
- рівень кваліфікації працездатного населення тощо.

4. Рівень розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури регіону можуть бути охарактеризовані такими основними показниками:

- питома вага підприємств недержавних форм власності в загальній кількості підприємств регіону;
- питома вага продукції підприємств недержавних форм власності в загальному обсязі промислової і сільськогосподарської продукції регіону;
- чисельність спільних з іноземними партнерами підприємств в регіоні;
- чисельність банківських установ (у т.ч. філій) у регіоні;

- чисельність страхових компаній (у т.ч. їхні представництва) на території регіону і т. ін.

5. Ступінь безпеки інвестиційної діяльності в регіоні оцінюється на основі таких показників:

- рівень економічних злочинів у розрахунку на 100 тис. жителів регіону;
- питома вага незавершених будівництвом об'єктів у загальній кількості розпочатих будівництв за останні три роки;
- питома вага підприємств зі шкідливими викидами, що перевищують гранично допустимі норми, у загальній кількості підприємств регіону;
- середній радіаційний фон у містах регіону й інші.

У процесі оцінки інвестиційної привабливості окремих регіонів країни визначаються:

- 1) регіони пріоритетного рівня інвестиційної привабливості;
- 2) регіони з високим рівнем інвестиційної привабливості;
- 3) регіони із середнім рівнем інвестиційної привабливості;
- 4) регіони з низьким рівнем інвестиційної привабливості.

Показники, що покладені в основу оцінки інвестиційної привабливості регіонів, мають переважно стабільний характер, тому періодичність такої оцінки може становити 3 - 4 роки.

Оцінка інвестиційної привабливості галузей економіки і регіонів країни підвищує обґрунтованість управлінських рішень з питань галузевої і регіональної диверсифікації в інвестиційній стратегії підприємств, створює умови для здійснення більш ефективної інвестиційної діяльності.

Розроблені стратегічні напрямки інвестиційної діяльності диференціюються потім по певних періодах їх реалізації.

6.5. Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії

Оцінка результативності інвестиційної стратегії, що розроблена підприємством, здійснюється по таких основних параметрах:

1. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства із загальною стратегією його розвитку. У процесі такої оцінки виявляється ступінь узгодженості цілей, напрямків і етапів у реалізації цих стратегій.

2. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства з передбачуваними змінами зовнішнього інвестиційного середовища, що дозволяє визначити наскільки розроблена інвестиційна стратегія відповідає прогнозованому розвитку економіки країни і змінам кон'юнктури інвестиційного ринку в розрізі окремих його сегментів.

3. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства з його внутрішнім потенціалом, що дозволяє оцінити наскільки обсяги, напрямки і форми інвестиційної стратегії взаємопов'язані з можливостями формування внутрішніх інвестиційних ресурсів, кваліфікацією інвестиційних менеджерів, організаційною структурою управління інвестиційною діяльністю та інвестиційною культурою, іншими параметрами внутрішнього інвестиційного потенціалу.

4. Внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії. При проведенні такої оцінки визначається наскільки узгоджені між собою окремі цілі і цільові стратегічні нормативи майбутньої інвестиційної діяльності, наскільки вони кореспондуються зі змістом інвестиційної політики по окремих аспектах інвестиційної діяльності; наскільки узгоджені між собою за напрямками і в часі заходи щодо забезпечення її реалізації.

5. Реалізованість інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки розглядаються в першу чергу потенційні можливості підприємства у формуванні необхідного обсягу інвестиційних ресурсів із усіх джерел і в усіх формах; визначається наскільки технологічними є обрані для реалізації інвестиційні проекти; чи є на інвестиційному ринку достатньо фінансових інструментів для формування ефективного інвестиційного портфеля; які є організаційні й технічні можливості успішної реалізації обраної інвестиційної стратегії.

6. Прийнятність рівня ризиків, що пов'язані із реалізацією інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки необхідно визначити, наскільки рівень прогнозованих інвестиційних ризиків, які пов'язані з діяльністю підприємства, забезпечує фінансову рівновагу в процесі його розвитку і відповідає інвестиційному менталітету його власників та відповідальних інвестиційних менеджерів. Крім того, необхідно оцінити, наскільки рівень цих ризиків допустимий для інвестиційної діяльності даного підприємства з позицій можливого розміру фінансових втрат і генерирування загрози банкрутства.

7. Економічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії. Оцінка економічної ефективності інвестиційної стратегії здійснюється, насамперед, на основі прогностичних розрахунків раніше розглянутої системи основних інвестиційних коефіцієнтів і заданих цільових стратегічних нормативів, зіставлених із базовим їх рівнем.

8. Позаекономічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки враховуються:

- зростання ділової репутації підприємства;
- підвищення рівня керованості інвестиційною діяльністю його структурних підрозділів (при створенні «центрів інвестицій»);
- підвищення рівня матеріальної і соціальної задоволеності інвестиційних менеджерів (за рахунок ефективної системи матеріального стимулювання);
- більш високого рівня технічного оснащення робочих місць і т.п.).

При позитивних результатах оцінки розробленої інвестиційної стратегії, що відповідають обраним критеріям і менталітету інвестиційної поведінки, вона приймається підприємством до реалізації.

Завдання для самоперевірки знань

1. У чому полягає суть інвестиційної стратегії?
2. Які параметри характеризують можливості і обмеження розвитку інвестиційної діяльності підприємства?
3. Визначте стадії розробки інвестиційної стратегії.
4. Наведіть принципи розробки інвестиційної стратегії.
5. Яким вимогам повинно відповідати формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності?
6. За якими елементами здійснюється оцінка інвестиційної привабливості окремих галузей?
7. За якими параметрами здійснюється оцінка результативності інвестиційної стратегії?

Розділ VII. СТРАТЕГІЯ УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

7.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства, принципи, передумови, та порядок розроблення стратегії їх формування.

7.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства.

7.3. Характеристика джерел формування інвестиційного капіталу підприємства, методичні підходи до оптимізації його структури.

7.4. Особливості формування інвестиційного капіталу в умовах зовнішніх і внутрішніх обмежень фінансових ресурсів для інвестування.

Основні поняття: *інвестиційні ресурси підприємства, власні, позикові та залучені інвестиційні ресурси, селенг, повне самофінансування, акціонування, кредитне фінансування, змішане фінансування, внутрішні та зовнішні джерела фінансування, коефіцієнт самофінансування, лізинг, емісія облігацій компанії.*

7.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства, принципи, передумови, та порядок розроблення стратегії їх формування

Усі напрямки і форми інвестиційної діяльності компанії (фірми) здійснюються за рахунок сформованих нею інвестиційних ресурсів. Від характеру формування цих ресурсів багато в чому залежить рівень ефективності не тільки інвестиційної, але й всієї господарської діяльності підприємства.

Інвестиційні ресурси підприємства являють собою всі форми капіталу, який залучається ним для здійснення вкладень в об'єкти реального і фінансового інвестування.

Інвестиційні ресурси, що формуються підприємством, класифікуються по багатьох ознаках, а саме:

1. За титулом власності інвестиційні ресурси, що формуються підприємством, поділяють на два основних види – власні й позикові. У системі формування інвестиційних ресурсів такий розподіл має визначальний характер.

Власні інвестиційні ресурси характеризують обсяг коштів підприємства, які забезпечують його інвестиційну діяльність і належать йому на правах власності. До власних ресурсів відносяться також

кошти, які передані підприємству для здійснення цільового інвестування на безповоротній основі.

Позикові інвестиційні ресурси характеризують залучений підприємством капітал в усіх його формах на умовах повернення. Всі форми позикового капіталу, які використовуються підприємством в інвестиційній діяльності, являють собою його фінансові зобов'язання, що підлягають погашенню в передбачені строки.

2. По групах джерел залучення відносно підприємства виділяють інвестиційні ресурси, які формуються із внутрішніх і зовнішніх джерел.

Інвестиційні ресурси, що формуються із внутрішніх джерел характеризують власні й позичені фінансові кошти, які формуються безпосередньо на підприємстві для забезпечення його розвитку. Основу власних фінансових коштів, які формуються із внутрішніх джерел, складає капіталізована частина чистого прибутку підприємства («нерозподілений прибуток»).

Інвестиційні ресурси, що формуються із зовнішніх джерел, характеризують ту їх частину, яка формується поза межами підприємства. Вона охоплює залучений зі сторони як власний так і позиковий капітал. Склад цієї групи джерел формування інвестиційних ресурсів досить численний і буде детально розглянутий у наступних розділах.

3. За натурально-речовою формою залучення сучасна теорія виділяє інвестиційні ресурси в грошовій, фінансовій, матеріальній і нематеріальній формах. Інвестування капіталу в цих формах дозволене законодавством України при створенні нових підприємств, збільшенні обсягу їх статутних фондів.

Інвестиційні ресурси в грошовій формі є найбільш поширеним їх різновидом. Універсальність цього виду інвестиційних ресурсів полягає в тому, що вони можуть бути трансформовані в будь-яку іншу форму активів, необхідних підприємству для здійснення інвестиційної діяльності.

Інвестиційні ресурси в фінансовій формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних фінансових інструментів, які вносяться до його статутного фонду. Такими фінансовими інструментами можуть бути акції, облігації, депозитні рахунки і сертифікати банків тощо.

Інвестиційні ресурси в матеріальній формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних капітальних активів (машин,

обладнання, споруд, приміщень), сировини, матеріалів, напівфабрикатів і т. п.

Інвестиційні ресурси в нематеріальній формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних нематеріальних активів, які не мають речової форми, але беруть безпосередню участь в його господарській діяльності й формуванні прибутку. До цього виду інвестованого капіталу відносять права користування окремими природними ресурсами, патентні права на використання винаходів, "ноу-хау", права на промислові зразки й моделі, товарні знаки, комп'ютерні програми та інші нематеріальні види майнових цінностей.

4. За періодом залучення виділяють такі види інвестиційних ресурсів:

Інвестиційні ресурси, що залучаються на довгостроковий період. Вони складаються з власного і позикового капіталів зі строком використання більше одного року. Сукупність власного і довгострокового позикового капіталу, сформованого підприємством для інвестиційних цілей, називають "перманентним капіталом".

Інвестиційні ресурси, що залучаються на короткостроковий період формуються підприємством для задоволення тимчасових інвестиційних потреб на період до одного року.

5. За національною приналежністю власників капіталу виділяють інвестиційні ресурси, які формуються за рахунок вітчизняного або іноземного капіталу.

Інвестиційні ресурси, що формуються за рахунок вітчизняного капіталу, характеризуються найбільшою кількістю джерел, які пропонуються вітчизняним фінансовим ринком, і сформованими інвесторами власних фінансових ресурсів. Цей вид інвестиційного капіталу, як правило, найбільш доступний для підприємств малого й середнього бізнесу.

Інвестиційні ресурси, що формуються за рахунок іноземного капіталу, забезпечують в основному реалізацію великих реальних інвестиційних проєктів, пов'язаних з їх перепрофілюванням, реконструкцією або технічним переоснащенням.

6. За цільовим напрямом використання виділяють:

Інвестиційні ресурси, які призначені для використання в процесі реального інвестування, їх обсяг та структура плануються по кожному реальному проєкту в рамках сформованої інвестиційної програми підприємства.

Інвестиційні ресурси, які призначені для використання в процесі фінансового інвестування, їх залучення підпорядковане завданням формування або реструктуризації портфеля фінансових інструментів інвестування підприємства.

7. По забезпеченню окремих стадій інвестиційного процесу виділяють наступні види інвестиційних ресурсів:

Інвестиційні ресурси, які забезпечують передінвестиційну стадію.

Інвестиційні ресурси, які забезпечують інвестиційну стадію.

Інвестиційні ресурси, які забезпечують постінвестиційну стадію.

На передінвестиційній стадії інвестиційні ресурси формуються з метою забезпечення передстартових витрат по відкриттю нового підприємства, необхідних для розробки бізнес-плану, фінансування передінвестиційних досліджень, а також проектних робіт. У складі загального обсягу інвестиційних ресурсів ці кошти складають незначну частину.

На інвестиційній стадії інвестиційні ресурси необхідні для безпосереднього формування капітальних та інших поза обігових активів, що складають виробничий потенціал майбутньої господарської діяльності підприємства. Потреба в ресурсах обумовлена здійсненням будівельно-монтажних робіт, придбанням активів для формування виробничої бази нового підприємства.

На постінвестиційній (експлуатаційній) стадії інвестиційні ресурси формуються для фінансування обігових активів підприємства, які дозволяють розпочати операційну діяльність і формувати зворотній потік від інвестицій.

Такий розподіл інвестиційних ресурсів використовується тільки в процесі забезпечення реалізації окремих реальних інвестиційних проектів.

Рівень ефективності інвестиційної діяльності підприємства значною мірою визначається цілеспрямованим формуванням його інвестиційних ресурсів. *Метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення його потреб у придбанні необхідних інвестиційних активів й оптимізація їх структури з позиції забезпечення ефективних результатів інвестиційної діяльності.*

Виходячи з цього, процес формування інвестиційних ресурсів базується на наступних принципах:

1. Принцип врахування перспектив розвитку інвестиційної діяльності. У процесі формування обсягів та структури інвестиційних

ресурсів варто враховувати усі стадії інвестиційного процесу — передінвестиційну, інвестиційну та експлуатаційну.

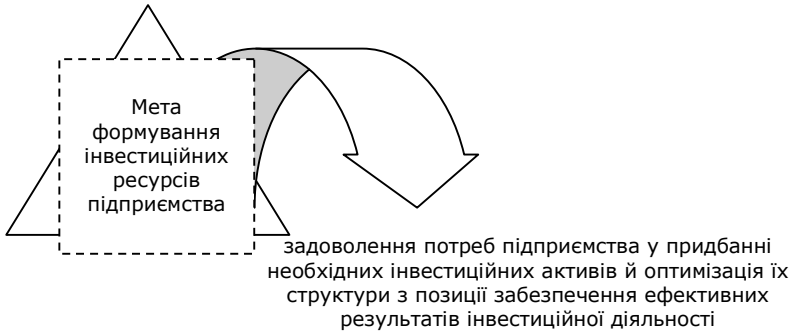


Рис. 7.1. Мета формування інвестиційних ресурсів підприємства

2. Принцип забезпечення відповідності обсягу залучених інвестиційних ресурсів обсягу інвестиційних потреб підприємства. Загальна потреба в інвестиційних ресурсах підприємства базується на розрахунках загальних обсягів реального та фінансового інвестування.

3. Принцип забезпечення оптимальної структури інвестиційних ресурсів із позицій ефективної інвестиційної діяльності. Умови формування високих кінцевих результатів інвестиційної діяльності залежать від структури сформованих інвестиційних ресурсів. Оптимальна структура забезпечує фінансову рівновагу розвитку підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності, з іншої сторони неоптимальна структура — генерує ризики у фінансовій сфері підприємства, тобто приводить до банкрутства підприємства.

4. Принцип забезпечення мінімізації витрат з формування інвестиційних ресурсів із різних джерел. Така мінімізація витрат здійснюється в процесі управління вартістю капіталу, який залучається для інвестиційної діяльності з метою одержання максимальної суми чистого прибутку.

5. Принцип забезпечення високоефективного використання інвестиційних ресурсів у процесі інвестиційної діяльності. Інвестиційні ресурси, які тимчасово не використовуються, можуть втрачати свою вартість із часом. Тому формувати інвестиційні ресурси слід враховуючи темпи інфляції та інші фактори, які впливатимуть на вартість протягом строку реалізації інвестиційної діяльності.



Рис. 7.2. Принципи формування інвестиційних ресурсів підприємства

Реалізація цих принципів є основою процесу управління формування інвестиційними ресурсами підприємства.

7.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства

Політика формування інвестиційних ресурсів являє собою частину загальної інвестиційної стратегії підприємства, яка полягає в забезпеченні необхідного рівня самофінансування його інвестиційної діяльності й залученні для цих цілей капіталу в найбільш ефективних формах з різноманітних джерел.

Найважливішою проблемою інвестора в процесі формування інвестиційних ресурсів є визначення їх загального обсягу. Загальна сума інвестиційних ресурсів підприємства має визначатися виходячи з запланованого обсягу освоєння коштів у процесі реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також запланованого приросту портфеля фінансових інвестицій. Таким чином, загальний обсяг

необхідних інвестиційних ресурсів у плановому періоді визначатиметься за такою формулою:

$$IP_3 = \sum_{i=1}^n PIP + \Delta\Phi I$$

де IP_3 – загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів в плановому періоді;

PIP — потреба в інвестиційних ресурсах для реалізації реального інвестиційного проекту;

$\Delta\Phi I$ — передбачений обсяг приросту портфеля фінансових інвестицій;

n – кількість реальних інвестиційних проектів підприємства, що реалізується в плановому періоді.

У свою чергу, загальний обсяг інвестиційних ресурсів, необхідних для реалізації конкретного інвестиційного проекту визначається з урахуванням стадій інвестиційного циклу проекту.

Розрахунок загального обсягу інвестиційних ресурсів реального інвестиційного проекту

1. Початкові інвестиції:

1.1. Капітальні витрати:

- придбання земельних ділянок;
- будівельно-монтажні роботи;
- придбання, доставка та монтаж обладнання.

1.2. Інші організаційні витрати:

- з проектно-вишукувальних робіт;
- з реклами;
- Підготовка кадрів;
- інші витрати.

1.3. Інвестиції в чистий оборотний капітал:

- придбання початкового запасу сировини;
- покриття витрат з оплати праці персоналу;
- формування страхового резерву грошових коштів;
- інші витрати.

2. Інвестиції на стадії експлуатації проекту:

2.1. Річні операційні витрати;

2.2. Податки;

2.3. Відсотки за кредит;

- 2.4. Непередбачені витрати;
- 2.5. Інші витрати.
3. Інвестиції на стадії завершення проекту:
 - 3.1. Витрати на демонтаж обладнання та знос будівель;
 - 3.2. Витрати з юридичного оформлення ліквідації підприємства;
 - 3.3. Інші витрати.

Після визначення загального обсягу інвестиційних ресурсів, інвестор має визначити, яка їх частка буде профінансована за рахунок власних коштів, а яка за рахунок позичених чи залучених.

Стратегія формування інвестиційних ресурсів є важливим складовим елементом не тільки інвестиційної, але і фінансової стратегії компанії (фірми). Розробка такої стратегії покликана забезпечити безперебійну інвестиційну діяльність у передбачених обсягах; найбільш ефективно використання власних фінансових коштів, що направляються на ці цілі, а також фінансову стабільність компанії (фірми) у довгостроковій перспективі.

Первісним етапом в управлінні формуванням інвестиційних ресурсів є визначення їх обсягу відповідно до здійснюваної інвестиційної діяльності. Найскладнішим в загальній системі розрахунків є оцінка потреби в інвестиційних ресурсах у зв'язку з реальним інвестуванням у створення нового підприємства. Як правило, в таких випадках загальна потреба має бути розрахована по всіх трьох стадіях інвестиційного процесу – передінвестиційній, інвестиційній та постінвестиційній (експлуатаційній).

Формування інвестиційних ресурсів для створення нового підприємства залежить від об'єктивності оцінки потреби в них і є дуже відповідальним етапом управління. Недостатній обсяг сформованих на цьому етапі інвестиційних ресурсів суттєво подовжує період створення та залучення виробничих потужностей нового підприємства, а, в ряді випадків взагалі не дає можливості розпочати його операційну діяльність. У той же час надлишковий обсяг необхідних інвестиційних ресурсів призводить до наступного неефективного використання активів підприємства, знижує норму дохідності інвестицій. Таким чином, визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах для створення нового підприємства пов'язано з вирішенням оптимізаційних задач.

Оптимізація загальної потреби в інвестиційних ресурсах для створення нового підприємства являє собою процес розрахунку реально

необхідного обсягу інвестиційних ресурсів, які можуть бути ефективно використані в процесі реалізації інвестиційного проекту на першій стадії його життєвого циклу в умовах об'єктивних обмежень.

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів компанії (фірми) здійснюється по окремих 4 етапах, а саме:

1. Прогнозування потреб інвестиційних ресурсів в загальному об'ємі інвестиційних ресурсів;
2. Вивчення можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел;
3. Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів;
4. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

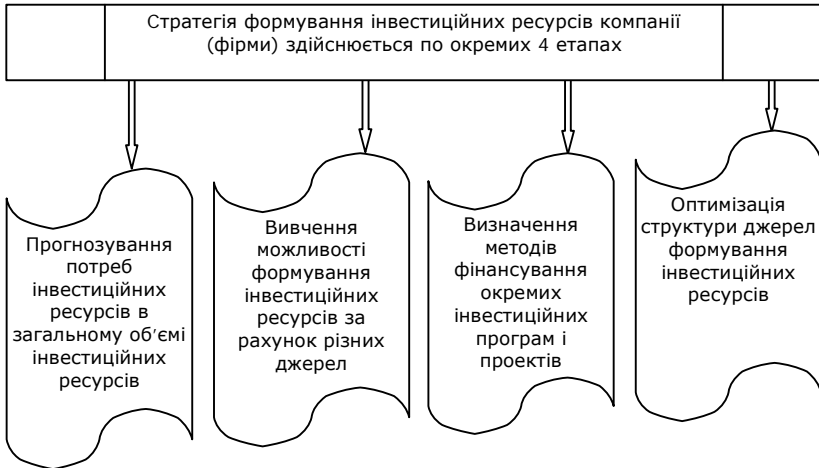


Рис. 7.3. Етапи здійснення стратегії формування інвестиційних ресурсів компанії

Методичні підходи до розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів істотно різняться в компаніях, які є інституціональними інвесторами, що формують ці ресурси винятково за рахунок емісії власних акцій і інвестиційних сертифікатів, і в компаніях, які здійснюють реальну виробничу діяльність у різних галузях економіки.

Перша група інвесторів (інституційних) визначає можливий обсяг інвестиційних ресурсів виходячи зі стратегії андеррайтингу, тобто

можливостей реалізації емітованих ними цінних паперів. Для цієї групи інвесторів не виникає особливих проблем і з визначенням методів фінансування окремих інвестиційних програм, і з оптимізацією структури джерел формування інвестиційних ресурсів. Тому основна увага в процесі подальшого викладу цього питання буде приділено методичним підходам до розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів у компаніях (фірмах), які здійснюють реальну виробничу діяльність.

Прогнозування потреби в загальному обсязі інвестиційних ресурсів здійснюється в такій послідовності:

На першій стадії визначається необхідний обсяг фінансових коштів для реального інвестування. У цих цілях у розрізі передбачених напрямками інвестиційної стратегії галузей підбираються необхідні об'єкти-аналоги, по яких розраховується вартість нового будівництва або придбання.

Вартість будівництва нових об'єктів

$$KB_H = \Pi \times C_{KB} + I_3,$$

де KB_H – загальна потреба в капітальних вкладеннях для будівництва нового об'єкту;

Π - потужність об'єкта, що передбачається, у відповідних виробничих або будівельних одиницях (кв. м; куб.м. і т.п.)

C_{KB} - середня сума будівельних витрат на одиницю потужності об'єктів даного профілю;

I_3 - інші витрати, що зв'язані з будівництвом об'єкта.

Слід зазначити, що вартість будівництва складає лише частину потреби в інвестиційних ресурсах, зв'язаних із уведенням нових об'єктів. Поряд з вартістю будівництва об'єкта (розглянутої як аналог вартості основних фондів, що вводяться в дію) повинні бути передбачені вкладення в оборотні активи нового підприємства. З урахуванням цих вкладень потреба в інвестиційних ресурсах при запровадженні в дію нового підприємства може бути визначена по формулі:

$$\Pi_{IP} = \frac{KB_H}{\Pi_{OF}} \times 100,$$

де P_{IP} – загальна потреба в інвестиційних ресурсах при будівництві і вводі в дію нового об'єкта;

KB_H – загальна потреба в капітальних вкладеннях дня будівництва й устаткування нового об'єкта;

P_{OF} – питома вага основних фондів у загальній сумі активів аналогічних компаній (фірм) даної галузі.

Вартість придбання діючої компанії (фірми) може бути визначена на основі її оцінки наступними методами:

а) на основі чистої балансової вартості. Принцип такої оцінки заснований на вирахуванні з загальної балансової вартості активів компанії (фірми) суми її зобов'язань. При оцінці враховуються індексована вартість основних фондів за мінусом їхнього зносу, фактична вартість матеріальних оборотних фондів, сума дебіторської до кредиторської заборгованості й ін. Відповідно до методики оцінки вартості приватизованих об'єктів в Україні розрахунок чистої балансової вартості компанії (фірми) може бути здійснений по формулі:

$$Ч_{БВ} = ЗВ_{OF} + НА + З_{OB} + \Phi + KB + НБ \times K_I,$$

де $Ч_{БВ}$ - чиста балансова вартість компанії (фірми);

$ЗВ_{OF}$ - залишкова вартість проіндексованих основних фондів компанії (фірми);

$НА$ - сума нематеріальних активів;

$З_{OB}$ - сума запасів матеріальних оборотних фондів по залишковій вартості;

Φ - сума усіх форм фінансових ресурсів компанії (фірми) за мінусом заборгованості;

KB - капітальні вкладення;

$НБ$ - незавершене будівництво;

K_I - коефіцієнт індексації основних фондів.

б) на основі прибутку. Принцип такої оцінки заснований на визначенні реальної суми середньорічного прибутку за ряд останніх років (або очікуваної суми середньорічного прибутку в майбутньому періоді) і середньої норми прибутковості інвестицій (у якості її

замінника може бути використана реальна ставка відсотка при нарощенні або дисконтуванню коштів). Спрощений розрахунок здійснюється по формулі:

$$B_K = \Pi_C / H_{\Pi},$$

де B_K - вартість компанії (фірми) на основі розміру її прибутку;

Π_C - середньорічна сума реального прибутку;

H_{Π} - середня норма прибутковості інвестицій (у десятковому вимірі).

в) на основі ринкової вартості. Принцип такої оцінки заснований на використанні даних про продаж аналогічних підприємств по конкурсу або на аукціонах у процесі приватизації.

До прогнозованої потреби в інвестиційних ресурсах для реального інвестування шляхом нового будівництва або придбання в необхідних випадках додається потреба в цих ресурсах для розширення, технічного переозброєння або реконструкції діючих об'єктів компанії (фірми). Загальна потреба в інвестиційних ресурсах для реального інвестування диференціюється по окремих періодах реалізації інвестиційної стратегії.

На другій стадії прогнозування потреби визначається необхідний обсяг інвестиційних ресурсів для здійснення фінансових інвестицій. Розрахунок цієї потреби ґрунтується на встановлених раніше співвідношеннях різних форм інвестування в прогнозованому періоді. По кожному з таких періодів потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення фінансових інвестицій визначається по формулі:

$$IP_{\phi} = IP_P \times \frac{\Pi_{\phi}}{\Pi_P},$$

де IP_{ϕ} - потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення фінансових інвестицій;

IP_P - потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення реальних інвестицій;

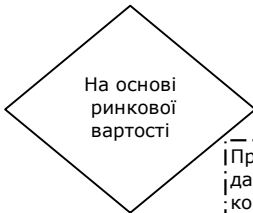
Π_{ϕ} - питома вага фінансових інвестицій у прогнозованому періоді, що передбачається;

P_p - питома вага реальних інвестицій у відповідному прогнозованому періоді.

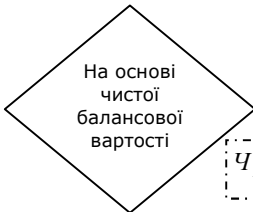
Загальна потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення фінансових інвестицій визначається шляхом підсумовування потреби в них у першому (початковому) періоді і розмірів приросту цих ресурсів у кожному наступному періоді.

На третій стадії прогнозування потреби визначається загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів. Він розраховується шляхом підсумовування потреби в інвестиційних ресурсах для реального інвестування, потреби в цих ресурсах для здійснення фінансових інвестицій і суми резерву капіталу (резерв капіталу передбачається звичайно в розмірі 10% від сукупної потреби в коштах для реального і фінансового інвестування).

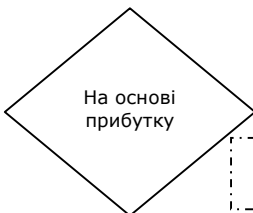
Вартість придбання діючої компанії може бути визначена на основі її оцінки наступними методами:



Принцип такої оцінки заснований на використанні даних про продаж аналогічних підприємств по конкурсу або на аукціонах у процесі приватизації.



$$Ч_{БВ} = 3B_{ОФ} + НА + 3_{ОБ} + \Phi + KB + НБ \times K_I$$



$$B_K = \Pi_C / H_P$$

Рис. 7.4. Методи визначення вартості придбання діючої компанії

7.3. Характеристика джерел формування інвестиційного капіталу підприємства, методичні підходи до оптимізації його структури

Вивчення можливостей формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел є другим етапом розробки стратегії. У процесі цього етапу робіт розглядаються можливі джерела формування інвестиційних ресурсів з урахуванням специфіки діяльності тієї чи іншої компанії (фірми).

Усі джерела формування інвестиційних ресурсів підрозділяються на три основні групи - 1) власні, 2) позикові, 3) залучені.

Серед власних джерел фінансування інвестицій головну роль безумовно відіграє прибуток, що залишається в розпорядженні компанії (фірми) після сплати податків і інших обов'язкових платежів. Частина цього прибутку, що направляється на виробничий розвиток, може бути використана на будь-які інвестиційні цілі. Політика розподілу чистого прибутку компанії ґрунтується на обраній нею загальної стратегії економічного розвитку.

Другим за значенням джерелом власних коштів є амортизаційні відрахування. Їхній розмір залежить від обсягу використовуваних компанією основних фондів і прийнятої політики їхньої амортизації (використання методу прямолінійної чи прискореної амортизації).

Інші з перерахованих власних джерел формування інвестиційних ресурсів у процесі розробки інвестиційної стратегії компанії не розглядаються, тому що їхнє формування є предметом тактичного або оперативного планування.

Серед позикових джерел фінансування інвестицій головну роль звичайно грають довгострокові кредити банків. Однак у сучасних умовах це джерело практично не використовується в зв'язку з кризовим станом економіки (у загальній сумі кредитів, виданих банками в 1993 році, довгострокові кредити склали менш 2%).

Емісія облігацій компаній (відповідно до законодавства України вона може бути здійснена в розмірі не більш 25% суми статутного фонду) також не одержала поки широкого поширення в зв'язку з нерозвиненістю фондового ринку і невисоких розмірів статутного фонду багатьох компаній (фірм). Це джерело залучення інвестиційних ресурсів доступне лише компаніям з високими розмірами статутного фонду.

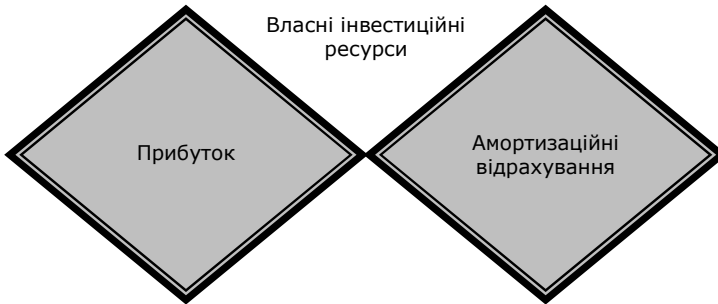


Рис. 7.5. Власні інвестиційні ресурси

Інвестиційний лізинг є однієї з найбільш перспективних форм залучення позикових ресурсів. Він розглядається як один з різновидів довгострокового кредиту, наданого в натуральній формі і погашається в розстрочку. Гострий дефіцит інвестиційних ресурсів, з одного боку, і значна кількість не використовуваних виробничих об'єктів і устаткування внаслідок економічного спаду, з іншої, створюють передумови широкого використання інвестиційного лізингу в інвестиційній діяльності компаній, що розвиваються, і фірм.

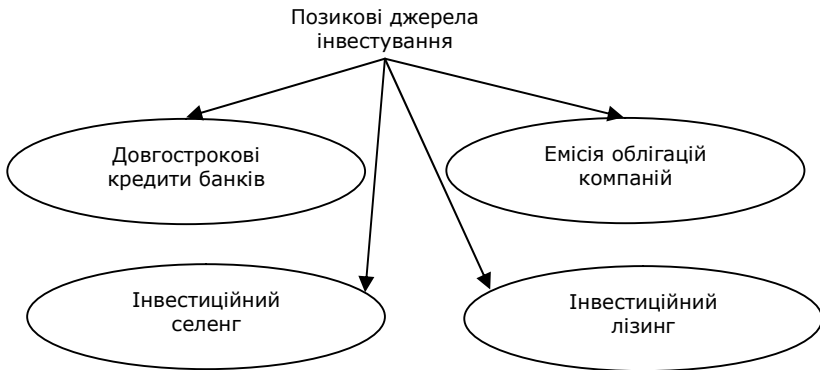


Рис. 7.6. Позикові джерела інвестування

Інвестиційний селенг є однієї з нових форм залучення інвестиційних ресурсів, що використовують компанії Росії й України. Селенг являє собою специфічну форму зобов'язання, суть якої полягає в передачі власником (юридичними і фізичними особами) прав по користуванню і

розпорядженню його майном за визначену плату. Як майно можуть виступати будинку, споруди, устаткування, сировина і матеріали, кошти, цінні папери, а також продукти інтелектуальної і творчої праці. У закордонній практиці селенг перетворився в один з важливих інструментів фінансування інвестицій у різних сферах бізнесу.

Інші джерела позикових коштів у процесі розробки інвестиційної стратегії звичайно не розглядаються.

Серед залучених джерел фінансування інвестицій у першу чергу розглядається можливість залучення акціонерного капіталу. Це джерело може бути використане компаніями і їх самостійними структурами (дочірніми фірмами), які створені у формі акціонерних товариств. Багато компаній уже зараз широко використовують можливості залучення акціонерного капіталу до інвестиційної діяльності (для інвестиційних компаній і інвестиційних фондів аналогічною формою залучення капіталу є емісія інвестиційних сертифікатів).

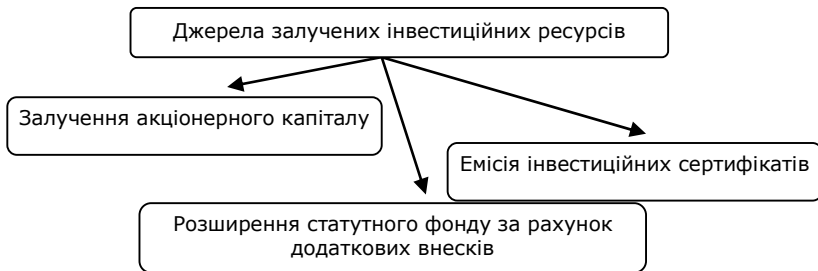


Рис. 7.7. Джерела залучених інвестиційних ресурси

Для підприємств інших організаційно-правових форм (крім акціонерних товариств) основною формою додаткового залучення капіталу є розширення статутного фонду за рахунок додаткових внесків (паїв) вітчизняних і зарубіжних інвесторів.

Таким чином, аналіз показує, що з усього різноманіття джерел формування інвестиційних ресурсів при розробці інвестиційної стратегії компанії (фірми) можуть бути враховані лише основні з них.

Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів дозволяє розрахувати пропорції в структурі джерел інвестиційних ресурсів. При розробці стратегії формування інвестиційних ресурсів розглядаються звичайно п'ять основних методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів:

МЕТОДИ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ

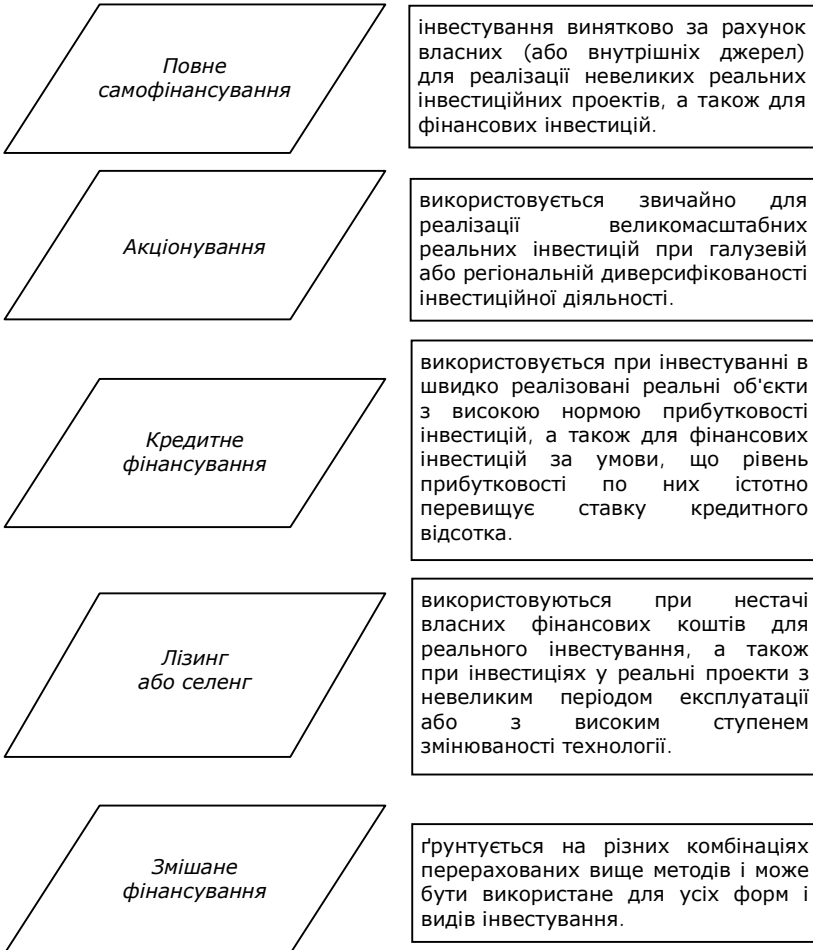


Рис. 7.8. Методи фінансування інвестиційних ресурсів

З урахуванням перерахованих методів фінансування окремих інвестиційних програм і проєктів визначаються пропорції в структурі джерел інвестиційних ресурсів. Для розрахунку може бути використана наступна форма (таблиця 7.1).

**Форма розрахунку структури джерел інвестиційних ресурсів
на перспективний період**

Найменування інвестиційних програм і проєктів, що передбачаються до реалізації в перспективному періоді	Обраний метод фінансування	Загальна потреба в інвестиційних ресурсах	У тому числі		
			власні кошти	залучені кошти	позикові кошти
1					
2					
і т.д.					
Разом сума	-				
Структура в %	-	100			

**7.4. Особливості формування інвестиційного капіталу
в умовах зовнішніх і внутрішніх обмежень
фінансових ресурсів для інвестування**

Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів є заключним етапом розробки стратегії їхнього формування. Необхідність такої оптимізації визначається тим, що розраховане співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування інвестиційних ресурсів може не відповідати вимогам фінансової стратегії компанії й істотно знижувати рівень її фінансової стабільності.

У процесі оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів необхідно враховувати наступні основні особливості кожної з груп джерел фінансування.

Внутрішні (власні) джерела фінансування характеризуються наступними позитивними особливостями: а) простотою і швидкістю залучення; б) високою віддачею за критерієм норми прибутковості інвестованого капіталу, тому що не вимагають сплати позичкового відсотка в будь-яких його формах; в) істотним зниженням ризику неплатоспроможності і банкрутства підприємства при їхньому використанні; г) повним збереженням управління в руках початкових засновників компанії (фірми).

Разом з тим, їм притаманні наступні недоліки: а) обмежений обсяг залучення, а отже і можливостей істотного розширення інвестиційної діяльності при сприятливій кон'юктурі інвестиційного ринку; б) обмеженість зовнішнього контролю за ефективністю використання

власних інвестиційних ресурсів, що при некваліфікованому управлінні ними може призвести до важких фінансових наслідків для компанії (фірми).

Зовнішні (позикові і залучені) джерела фінансування характеризуються наступними позитивними особливостями: а) високим об'ємом можливого їхнього залучення, який значно перевищує об'єм власних інвестиційних ресурсів; б) більш високим зовнішнім контролем за ефективністю інвестиційної діяльності і реалізацією внутрішніх резервів її підвищення.

Разом з тим, їм притаманні наступні недоліки: а) складність залучення й оформлення; б) більш тривалий період залучення; в) необхідність надання відповідних гарантій (на платній основі) або застави майна; г) підвищення ризику банкрутства в зв'язку з несвоєчасним погашенням отриманих позичок; д) утрата частини прибутку від інвестиційної діяльності в зв'язку з необхідністю сплати позичкового відсотка; е) часткова втрата управління діяльністю компанії (при акціонуванні).

Головними критеріями оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності виступають: 1) необхідність забезпечення високої фінансової стійкості компанії (фірми); 2) максимізація суми прибутку від інвестиційної діяльності, яка залишається в розпорядженні початкових засновників компанії (фірми), при різних співвідношеннях внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування цієї діяльності.

Фінансова стійкість компанії (фірми) у прогнозованому періоді може бути визначена за допомогою показників, розглянутих раніше. До цих показників може бути доданий коефіцієнт самофінансування інвестиційної діяльності ($K_{C\Phi}$), визначений по формулі:

$$K_{C\Phi} = IP_B / IP_3,$$

де IP_B - сума власних фінансових коштів, що залучені до формування інвестиційних ресурсів;

IP_3 - загальна сума сформованих інвестиційних ресурсів.

Максимізація суми прибутку при різних співвідношеннях внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності досягається в процесі розрахунку ефекту фінансового лівереджу (або фінансового важеля). Цей ефект полягає в тому, що до норми прибутку на власний проінвестований капітал додається прибуток, який одержаний завдяки використанню позикових коштів, незважаючи на їхню платність.

Завдання для самоперевірки знань

1. За якими класифікаційними ознаками розрізняють інвестиційні ресурси, що мають формуватися підприємством для забезпечення його інвестиційної діяльності?
2. На яких основних принципах ґрунтується процес формування інвестиційних ресурсів підприємства?
3. Які основні етапи розробки підприємством політики формування інвестиційних ресурсів?
4. Дайте характеристику оцінки вартості придбання діючої компанії за різними методами.
5. Охарактеризуйте джерела формування інвестиційних ресурсів.
6. Що таке «інвестиційний селенг»?
7. Які існують методи фінансування інвестиційних проектів?
8. Назвіть два основні критерії оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел самофінансування.
9. Які переваги та недоліки власних джерел фінансування?
10. Охарактеризуйте переваги та недоліки зовнішніх джерел фінансування.

Розділ VIII. СУТЬ, ПОРЯДОК РОЗРОБКИ ТА МЕТОДИ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

- 8.1. Інвестиційний проект, його зміст та форми.
- 8.2. Порядок розробки інвестиційного проекту.
- 8.3. Бізнес-план інвестиційного проекту.

Основні поняття: *інвестиційний проект, техніко-економічне обґрунтування проекту, бізнес-план, проектний аналіз, принцип часової диференціації, «вихід» з інвестиційних проектів, інвестиційне проектування, прямий договір, договірні ціни.*

8.1. Інвестиційний проект, його зміст та форми

Усі процеси, що відбуваються в економічній системі тієї чи іншої країни, можна представити як сукупність соціальних, технічних, організаційних, економічних та інших проектів.

Проект, з однієї сторони, певний захід із заздалегідь визначеною метою, досягнення якої означає завершення проекту, а з іншої - це одноразова сукупність задач і дій, яка має характерні ознаки:

- чіткі цілі, які повинні бути досягненні з одночасним виконанням ряду технічних, економічних та інших вимог;
- внутрішні та зовнішні взаємозв'язки операцій, задач і ресурсів, які потребують чіткої координації у процесі виконання проекту;
- визначені строки початку й закінчення проекту;
- обмежені ресурси;
- певна ступінь унікальності цілей проекту, умов здійснення;
- неминучість різних конфліктів.

На практиці поняття проекту найчастіше застосовується в локальному розумінні: технічний та робочий проект, проект організації будівництва та виробництва робіт тощо. Тому, щоб не було плутанини у поняттях, необхідно визначити, що проект, пов'язаний з реалізацією повного циклу інвестицій (від вкладення капіталу до задачі його в експлуатацію та одержання прибутку), називають *інвестиційним*. Під *інвестиційним проектом* слід розуміти сферу діяльності з утворення або зміни технічної, економічної або

соціальної систем, а також розробку нової структури управління або програми НДР.

Найчастіше на практиці інвестиційний проект - це об'єкт реального інвестування, який може бути представленим у вигляді:

1. Інвестицій у підвищення ефективності виробництва – з метою створення умов для зниження витрат фірми за рахунок більш досконалого обладнання, навчання персоналу або переміщення виробничих потужностей в регіони з більш вигідними умовами виробництва.

2. Інвестицій у розширення виробництва – з метою розширення можливостей випуску товарів для ринків, що раніше сформувалися, в рамках уже існуючих виробництв.

3. Інвестицій у створення нових підприємств, які будуть випускати товари, що раніше не виготовлялися фірмою, або дозволять фірмі вийти на нові для неї ринки товарів.

4. Інвестицій заради задоволення вимог державних органів управління - фірма опиняється перед необхідністю задовольнити вимоги властей в частині або екологічних стандартів, або безпеки продукції, або інших умов діяльності, які не можуть бути забезпечені удосконаленням менеджменту.

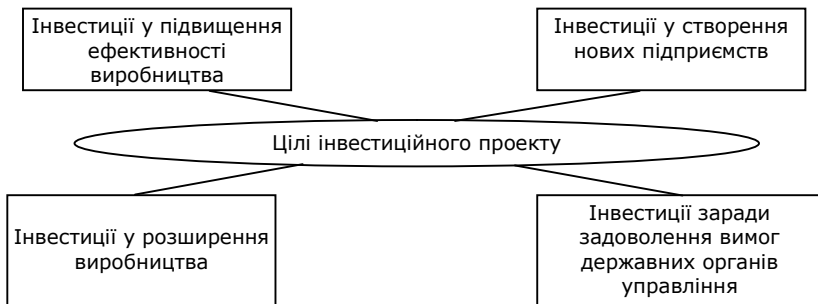


Рис. 8.1. Цілі інвестиційного проекту

Зважаючи на таку класифікацію, інвестиційний проект може існувати у формі:

а) *нульового проекту*, який передбачає утворення нового виробництва;

б) *реконструкції* – впровадження передових технологій без зміни профілю підприємства;

в) розширення або реабілітація (перепрофілювання) діючого підприємства.

Незалежно від виду та форми, змістом реальних інвестиційних проектів є проектування, будівництво, придбання технології та обладнання, підготовка кадрів тощо, направлені на утворення нового або модернізацію діючого виробництва товарів (продукції, робіт, послуг) з метою одержання економічної вигоди. Це не лише система організаційно-правових та розрахунково-фінансових документів, необхідних для здійснення яких-небудь дій, але й заходи (діяльність), які передбачають їх виконання для досягнення конкретних цілей.

Інвестиційні проекти класифікують за такими ознаками див. рис. 8.2. Однак, деякі з приведених характеристик при класифікації проектів не є абсолютними, і в певній мірі, достатньо умовні. Зокрема, розподіл проектів за обсягом необхідних інвестицій залежить від розмірів компанії, бо очевидно, що в великій фінансово-промисловій групі та невеликому заводі з виробництва меблів критерії для великих та малих інвестиційних проектів різні.

Оскільки існують фінансові, реальні та інноваційні інвестиції, то і проекти можуть розрізнятися за такими напрямками вкладання коштів. Галузеві та регіональні проекти мають місце лише в тих випадках, коли суб'єктом інвестування є орган управління галузі (міністерство) або представники місцевих органів влади. Міжнародні проекти здійснюються за міждержавними угодами за участю, як правило, міжнародних фінансово-кредитних інститутів.

Основою класифікації проектів за типом доходів є ціль, раді якої вкладаються інвестиції. Це може бути як одержання реального доходу від інвестиційних заходів, так і соціального ефекту.

Важливим в аналізі інвестиційних проектів є виділення різних відношень взаємозалежності. Наприклад, два проекти називають *незалежними*, якщо рішення про прийняття одного не впливає на рішення про прийняття іншого. Якщо два або більше проекти, що аналізуються не можуть бути реалізовані одночасно, тобто прийняття рішення по одному з них автоматично означає, що проекти, що залишилися мають бути відхилені, то такі проекти називають *альтернативними*, або *взаємовиключними*.

Розподіл проектів на незалежні та альтернативні має велике значення при формуванні інвестиційного портфелю в умовах

обмеженого обсягу інвестицій. Величина верхньої межі обсягу виділених коштів може бути в момент планування невизначеною, яка залежить від різних факторів, наприклад, суми прибутку поточних та майбутніх періодів. В цьому випадку незалежні проекти визначають за ступенем їх пріоритетності.

Класифікація інвестиційних проектів		
Ознаки класифікації проектів	Обсяг інвестицій	- великі - середні - дрібні
	Напрямами інвестування	- промислові (реальні) - фінансові - інноваційні (венчурні) - галузеві - регіональні - національні - міжнародні
	Тип доходів	- дохід від скорочення витрат - дохід від розширення - дохід від нових ринків збуту - дохід від нових сфер бізнесу - дохід від зниження ризику виробництва та збуту - соціальний ефект
	Тип відношень	- незалежність - альтернативність - компліментарність - заміщення
	Тип грошового потоку	- ординарний - неординарний
	Рівень ризику	- поза ризикові - з мінімальним ризиком - з середнім ризиком - високо ризиковані
	Форма власності	- державні - індивідуальні - колективні - спільні

Рис.8.2. Класифікація інвестиційних проектів

Якщо прийняття нового проекту сприяє росту доходів по одному або декільком іншим проектам, то такі проекти пов'язані між собою відношеннями *компліментарності*. Визначення відношення компліментарності припускає пріоритетність розгляду проектів у комплексі, а не ізольовано. Це має особливе значення, коли прийняття проекту по вибраному основному критерію не є очевидним - в цьому випадку мають використовуватися додаткові критерії, в тому числі й наявність, і ступінь компліментарності.

Якщо прийняття нового проекту сприяє зниженню доходів по одному або декільком іншим проектам, то такі проекти пов'язані між собою відношеннями *заміщення*. Як приклад можна привести проект, який передбачає відкриття шиноремонтного виробництва на заводі, який виготовляє ці шини. Зрозуміло, що прийняття цього проекту знизить попит на нові вироби.

У процесі аналізу інвестиційного проекту важливе значення має тип грошового потоку. Потік називається *одинарним*, якщо він складається з інвестицій, здійснених одночасно або протягом декількох послідовних базових періодів, та наступних надходжень грошових коштів. Якщо притоки грошових коштів чергуються в будь-якій послідовності з їх відтоками, то потік називають *неординарним*.

За рівнем ризику проекти можуть бути *ранговані* від позаризикових до проектів із високим ступенем ризику. Наприклад, мінімальний ризик мають державні інвестиційні проекти, метою яких є, в більшості випадків, соціальний ефект, а найбільш ризикованими вважають інноваційні (венчурні) проекти - мета яких одержання надприбутків від впровадження нових ідей, техніки, технологій тощо.



Рис. 8.3. Основні розділи інвестиційного проекту

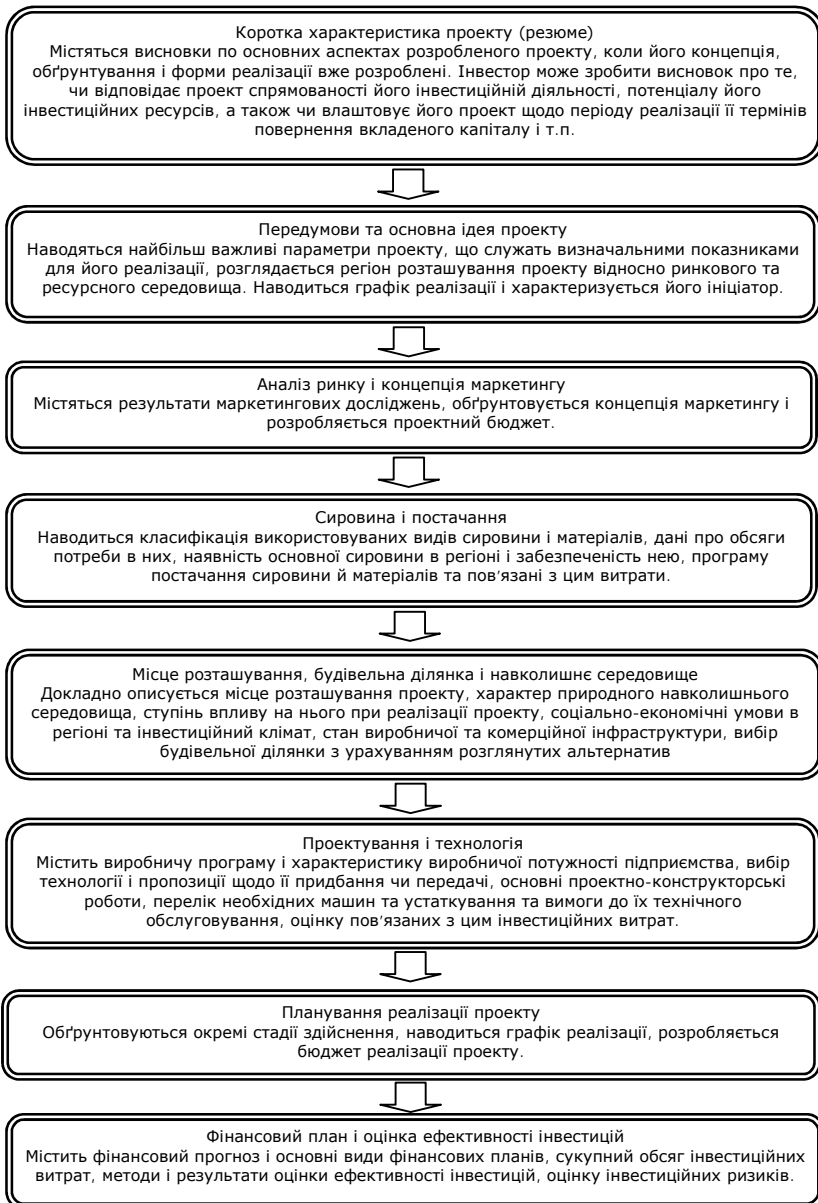


Рис. 8.4 Розділи інвестиційного проекту

У процесі залучення коштів для фінансування інвестиційних проектів має значення форма власності. Зрозуміло, що для індивідуальних інвесторів важче знайти необхідні кошти для реалізації інвестиційних проектів ніж для колективних чи спільних. Державні інвестиційні проекти реалізуються, як правило, за рахунок централізованих державних коштів або коштів бюджетів.

8.2. Порядок розробки інвестиційного проекту

Розробка та реалізація інвестиційного проекту (насамперед виробничого спрямування) проходить тривалий шлях від ідеї до випуску продукції. В умовах ринку цей період прийнято розглядати як життєвий цикл інвестиційного проекту або *інвестиційний цикл*, який охоплює три фази:

- передінвестиційну (попередні дослідження до остаточного прийняття інвестиційного рішення);
- інвестиційну (проекування, укладання договорів, підяду, будівництво);
- виробничу (етап експлуатації знову створених об'єктів).

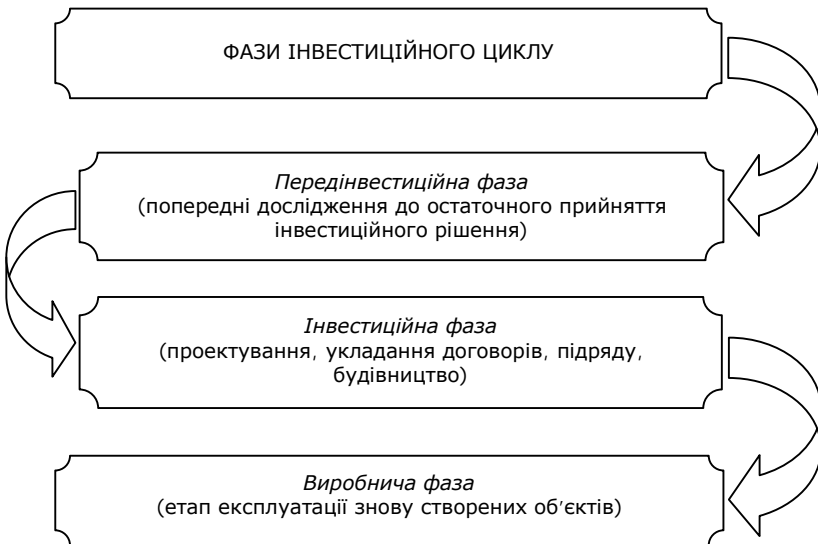


Рис. 8.5. Фази інвестиційного циклу

Кожна з цих фаз у свою чергу поділяється на стадії та етапи, яким відповідають свої цілі та методи. Так у передінвестиційній фазі є декілька паралельних видів діяльності, які частково займають і наступну, інвестиційну фазу. Таким чином, як тільки дослідження інвестиційних можливостей визначають доцільність проекту, починаються етапи сприяння інвестиціям та планування їх здійснення.

Зрозуміло, що в інвестиційному циклі найвагомішою є *передінвестиційна фаза*, яка відповідно до розробок ЮНІДО включає в себе чотири стадії:

- пошук інвестиційних концепцій;
- попередня підготовка проекту;
- остаточне формулювання проекту та оцінка його техніко-економічної та фінансової прийнятності;
- етап фінального розгляду проекту та прийняття рішення за ним.

Основою першої фази життєвого циклу інвестиційного проекту є розробка *техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) проекту*, яка проводиться у два етапи:

- - попередня техніко-економічна оцінка проекту;
- - детальна оцінка ефективності інвестиційного проекту.

На *першому етапі* проводиться укрупнена оцінка найважливіших техніко-економічних параметрів, яка дозволить виявити доцільність розробки конкретного інвестиційного проекту і приблизно оцінити його економічну життєздатність. Розробка ТЕО проекту починається з того, що формулюється кінцева мета проекту та виявляються можливі шляхи досягнення цієї мети, тобто розглядається багатоваріантність напрямів розробки проекту з точки зору вибору технології, устаткування. Виробничої потужності, місій розташування, фінансування, строків виконання проекту і т. ін. У випадку, коли за попередніми розрахунками усі витрати за проектом значно перевищують надходження, тобто проект є збитковим, його відхиляють і до нього більше не повертаються.

У випадку, коли попередня оцінка ефективності проекту не дала однозначної негативної відповіді про його економічну життєздатність і показала, що проект є або можливо буде прибутковим, можна переходити до другого етапу розробки ТЕО. *Другий етап* розробки ТЕО передбачає розширену, деталізовану оцінку ефективності інвестиційного проекту в конкретних розрахунках та цифрах. Кінцевим

результатом цієї роботи має стати *Попередній Інформаційний Меморандум*, що надалі використовується при переговорах з інвестором. В цьому документі мають бути відображені такі аспекти інвестиційного проекту:

- загальна інформація про інвестиційний проект;
- оцінка маркетингових факторів;
- визначення виробничої програми;
- вибір технології та виробництва та технологічного устаткування;
- вибір місця розташування виробництва;
- забезпеченість ресурсами;
- екологічна оцінка проекту;
- вибір проектувальників, підрядників та постачальників обладнання, сировини, покупців продукції тощо;
- інституціональні аспекти проекту;
- фінансова та економічна оцінка проекту
- аналіз чутливості;
- оцінка ризиків проекту.

Попередній Інформаційний Меморандум є тим основним первісним документом, що дає потенційному інвестору (кредитору) необхідну інформацію про інвестиційний проект, тобто дозволяє прийняти рішення про можливу участь у проекті.

Інвестиційна фаза інвестиційного проекту може бути розділена за такими стадіями:

- встановлення правової, фінансової та організаційної основ для здійснення проекту;
- придбання та передача технологій, включаючи основні проектні роботи;
- детальне проектне опрацювання та заключення контрактів, включаючи участь у тендерах, оцінку пропозицій та проведення переговорів;
- придбання землі, будівельні роботи та установка обладнання;
- перед виробничий маркетинг, включаючи забезпечення поставок та формування адміністрації фірми;
- набір та навчання персоналу;
- задача в експлуатацію та пуск підприємства.

Інвестиційна фаза або освоєння інвестицій - це період реалізації інвестиційного проекту. Головним завданням цього періоду є виконання

суб'єктами ІД своїх функціональних обов'язків щодо проекту. Крім того, вони повинні виконувати постійний контроль та нагляд за процесом реалізації проекту, оцінювати поточні результати (відхилення) та вносити корективи у бізнес-план, проект організації виробництва, проект організації робіт, план фінансування, календарний план або сільовий графік та інші документи, з допомогою яких можна спостерігати та регулювати освоєння інвестицій.

Механізм проведення такого постійного нагляду та контролю за процесом освоєння інвестицій заведено називати *моніторингом інвестиційних проектів*.

Експлуатаційний етап є останнім у проектному циклі, де інвестор одержує результати від вкладеного капіталу. Крім того, основою експлуатаційної фази є реабілітаційні дослідження, які проводяться на рівні фірми або підприємства. Основною метою досліджень є аналіз технічного, комерційного, фінансового та економічного стану підприємства з метою збільшення ефективності його діяльності та прибутковості із збереженням його як самостійної економічної одиниці, а також для прийняття рішень про злиття з іншими компаніями або про його повне закриття. Таке дослідження включає в себе:

- *попередню діагностику*, де проводиться аналіз підприємств, які потребують у реабілітації;

- *діагностику* - визначаються слабкі сторони підприємства, а також можливі напрямки реабілітації;

- *короткострокові заходи з реабілітації* - заходи, які не потребують великих капіталовкладень (реорганізація фінансового управління, управління запасами, контролю або попереджувального технічного обслуговування);

- *оцінка проектів та збільшення фінансування* - після діагностичного аналізу, вирішується питання про залучення додаткових інвестиційних коштів для фінансування реабілітаційних проектів;

- *реабілітація* - заключний процес, який включає: додаткове навчання з усіх аспектів реабілітації, введення попереджувального технічного обслуговування та контролю якості, покращення фінансового та загального управління, консультування з питань стратегії, планування та інвестування.

Таким чином, знову починається фаза передінвестиційних досліджень.

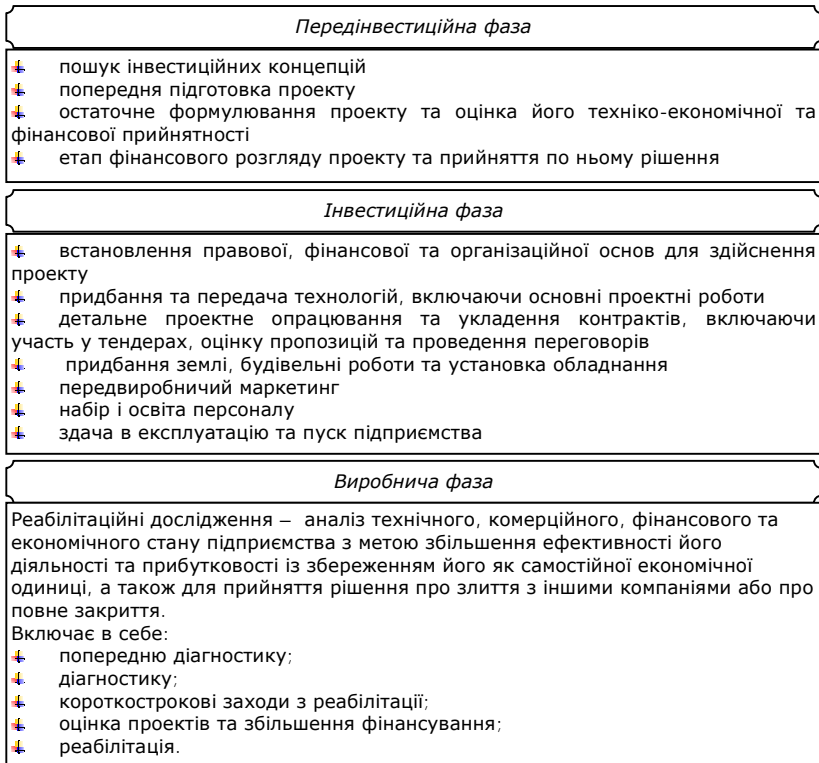


Рис. 8.6. Фази інвестиційного циклу

Загальна процедура впорядкування ІД по відношенню до конкретного проекту формалізується у вигляді так званого *проектного циклу* (спрощена форма інвестиційного циклу), який має такі етапи.

1. *Формулювання проекту (ідентифікація)* – керівництво аналізує поточний стан підприємства та визначає найбільш пріоритетні напрямки його подальшого розвитку. Результатом аналізу є бізнес-ідея, яка представляється як інвестиційний проект.

2. *Розробка (підготовка) проекту* – поступове уточнення та вдосконалення плану проекту за усіма напрямками - комерційному, технічному, фінансовому, економічному, інституціональному тощо. Важливим на цьому етапі є також пошук та збір інформації для рішення окремих задач проекту.

3. *Експертиза проекту* – найважливіший етап проектного циклу, на якому інвестор, або сам проводить експертизу інвестиційного проекту, або залучає для цього консалтингову компанію.

4. *Здійснення проекту* – охоплює реальний розвиток бізнес-ідеї до того моменту, коли проект вводиться в експлуатацію. Включає також основну частину реалізації проекту, задача якої перевірка грошових потоків, які генерує проект, для покриття інвестицій та забезпечення бажаної віддачі.

5. *Оцінка результатів* – проводиться як по закінченню проекту в цілому, так і, в процесі його реалізації. Основна мета - порівняти ідеї, закладені в проект із ступенем їх, фактичного виконання.



Рис. 8.6. Проектний цикл

8.3. Бізнес-план інвестиційного проекту

Після проведення усіх досліджень, які передують прийняттю інвестиційного рішення, необхідно скласти певний підсумковий документ, який дозволить інвестору та підприємцю не лише прийняти, а й зафіксувати, що і коли належить зробити, щоб виправдалися сподівання на ефективність проекту. Для цього складається бізнес-план, який є головним інструментом для відображення підприємницької ідеї.

Бізнес-план - це стандартний документ, у якому детально обґрунтовуються концепція призначеного для реалізації реального інвестиційного, проекту і наводяться основні його технічні, економічні, фінансові та соціальні характеристики. Він описує основні аспекти проекту, аналізує всі його проблеми, визначає способи їх вирішення. Бізнес-план інвестиційного проекту дає можливість з'ясувати життєздатність проекту у ринковій конкуренції, містить орієнтири його подальшого розвитку, і є підставою для отримання фінансової підтримки від зовнішніх інвесторів.

До форми бізнес-плану є певні вимоги:

Чітка структуризація документу - ряд обов'язкових розділів, присвячених конкретним аспектам інвестиційного проекту.

Достовірність інформації бізнес-плану та обґрунтованість економічних показників - всі показники бізнес-плану мають бути ретельно звірені з документами. Для усіх економічних показників необхідні документальні підтвердження, розрахунки та обґрунтування.

Наочність матеріалу. Бізнес-план має включати схеми, таблиці, графіки, діаграми тощо, це має полегшити розуміння найважчих моментів документу.

Якість оформлення. Бізнес-план має бути оформлений найкращим чином, як із точки зору викладу матеріалу, так і по відношенню до помилок та виправлень.

Обсяг бізнес-плану. Як правило, обсяг бізнес-плану залежить від обсягу інвестицій, проте на практиці вважається оптимальним обсяг у межах 40-50 сторінок. Крім того, бізнес-план може містити і додатки, обсяг яких не регламентується.

З урахуванням цих вимог, структура бізнес-плану інвестиційного проекту може мати такий вигляд, див. табл. 8. 1.

Водночас загальна схема й порядок викладу бізнес-планів можуть різнитися залежно від характеру інвестиційного проекту. Так, для великих інвестиційних проєктів, які потребують значних капітальних витрат або ж розраховані на тривалий період, а також пов'язані з випуском і впровадженням на ринок нових видів продукції, товарів, послуг, має бути розроблений повний варіант бізнес-плану. Він передбачає врахування та деталізацію всіх напрямків майбутньої діяльності, аналіз можливих ризиків і шляхів їх уникнення. Окремі висновки, пропозиції підтверджуються необхідними розрахунками, графіками, таблицями.



Рис. 8.7. Бізнес-план інвестиційного проекту

Для невеликих інвестиційних проектів (наприклад для обґрунтування одержання позик) допускається скорочений варіант бізнес-плану, який накреслює загальні цілі та шляхи їх досягнення:

1. Опис та концепція.
2. Право власності та менеджмент:
 - опис існуючого бізнесу позичальників (власників), включаючи фінансову інформацію;
 - схема організаційної структури позичальника та біографічні дані менеджерів;
 - організаційна схема, що визначає місце холдингових, дочірніх та спільних компаній та їх взаємостосунки з позичальником;
 - фінансовий внесок власників/акціонерів у проект.

Таблиця 8.1

Структура бізнес-плану інвестиційного проекту

Розділ	Зміст інформації у даному розділі
1	2
Резюме	<ul style="list-style-type: none"> - назва й адреса підприємства - засновники - статус та мета проекту - вартість проекту - потреба у фінансах
Аналіз галузі, де реалізується проект	<ul style="list-style-type: none"> - поточна ситуація та тенденції розвитку в галузі - напрями та завдання діяльності проекту
Характеристика продукції (послуг)	<ul style="list-style-type: none"> - види продукції (послуг) та їх якісні показники - ліцензії та патенти
Розміщення об'єкту	<ul style="list-style-type: none"> - повна адреса об'єкту
Аналіз ринку	<ul style="list-style-type: none"> - потенційні споживачі продукції - потенційні конкуренти - розмір ринку та його зростання - оціночна частка ринку
Планування обсягів і структури виробництва	<ul style="list-style-type: none"> - загальні обсяги виробництва - прогнозовані річні обсяги виробництва - структура виробництва - вплив на навколишнє середовище
Забезпеченість виробництва основними ресурсами	<ul style="list-style-type: none"> - наявність сировини, матеріалів, основних постачальників - наявність енергетичних ресурсів - наявність машин та устаткування - наявність технологій - наявність кваліфікованої робочої сили
Стратегія маркетингу	<ul style="list-style-type: none"> - ціни на продукцію - цінова політика - канали збуту - реклама - прогнозування нової продукції
Управління реалізацією інвестиційного проекту	<ul style="list-style-type: none"> - власність та організаційно-правова форма підприємства - відомості про партнерів, власників підприємства, керівний склад, чисельність персоналу - організаційна структура управління - оплата праці
Оцінювання ризиків та форми їх страхування	<ul style="list-style-type: none"> - слабкі сторони підприємства - слабкі сторони інвестиційного проекту - види ризиків та ймовірність їх появи - методи захисту від проектних ризиків - альтернативні стратегії та шляхи зменшення ризиків

1	2
Фінансовий план	<ul style="list-style-type: none"> - загальний обсяг інвестицій - структура джерел фінансування проекту - план доходів та витрат - план грошових надходжень та виплат - очікуваний баланс - точка беззбитковості - показники ефективності інвестиційного проекту (чистий приведений дохід, індекс прибутковості, строк окупності, внутрішня норма доходності інвестицій та інші)
Додатки	<ul style="list-style-type: none"> - копії контрактів - копії ліцензій та патентів - копії документів, з яких узяті вихідні дані - прейскуранти та калькуляція витрат

3. Постачальники обладнання та технічна допомога:

- джерела одержання техніки й технологій, зовнішня допомога проекту (у таких аспектах як менеджмент, виробництво, маркетинг, фінанси і т.д.);
- постачальники обладнання Технічна допомога, що її надає постачальник. Якщо обладнання вже відібране, поясніть яким чином відбувався процес відбору, закупки та постачання;
- зауваження щодо окремих технічних особливостей.

4. Маркетинг:

Маркетингова інформація, включаючи попередні три роки продажу, існуючий та прогнозований продаж на наступні п'ять років (у грошовому еквіваленті та натуральних показниках):

- порівняльний аналіз, що характеризує головних конкурентів (місцевих та іноземних), частки розподілу ринку, існуючі джерела постачання, власна частка на ринку (дайте оцінку) за період, що передує втіленню проекту, а також на прогнозований період, ціноутворення та основні відмінності між власною та конкуруючою продукцією,
- обсяги виробництва за проектом, ціни;
- потенційні споживачі продукції та можливі шляхи збуту;
- фактори, що сприятимуть підвищенню попиту.

5. Характеристика продукції, персоналу, сировини та комунальних послуг (включаючи споживання електроенергії, газу, води і т. д.) та інші засоби, необхідні за проектом:

- короткий опис процесу виробництва;
- наявність, категорія та кількість необхідного персоналу;
- необхідне інфраструктурне обладнання (транспорт, комунікації, енергопостачання, вода, газ і т.д.);
- класифікація виробничих витрат за проектом по головних статтях витрат;
- джерела, вартість та якість сировини, що постачається, а також зв'язки з постачальниками;
- місцезнаходження підприємств по відношенню до постачальників, ринків та інфраструктури;

6. Інвестиційні вимоги, фінансування проекту та прибутки: калькуляція загальних проектних витрат:

- заплановані фінансові витрати, передбачені джерела власних коштів та кредитів, визначення необхідних умов для реалізації проектів;
- фактори ризику.

Порядок складання бізнес-планів залежить від багатьох інших факторів, питань та особливостей.

Підготовка будь-якого бізнес-плану інвестиційного проекту - це важкий та трудомісткий процес. Для його розробки необхідно розглядати декілька сценаріїв розвитку з урахуванням чутливості до змін на ринку, а також необхідний постійний контроль та корегування проекту з урахуванням фактичних змін у грошовому потоці. Здійснити це можливо лише за допомогою інформаційно-комп'ютерних технологій фінансового планування та контролю за інвестиціями.

Завдання для самоперевірки знань

1. Наведіть принципову модель оцінки реальної ринкової вартості фінансового інструменту.
2. Яким чином здійснюється оцінка ефективності інвестування в облігації?
3. Охарактеризуйте моделі оцінки ефективності інвестування в акції?
4. Які параметри посідають головне місце у системі оцінки інвестиційних якостей дольових цінних паперів?
5. Визначте основні параметри оцінки інвестиційних якостей боргових цінних паперів.
6. Які існують класифікації ризиків фінансових інвестицій?
7. Що слід врахувати, приймаючи остаточні інвестиційні рішення про можливість використання окремих фінансових інструментів фінансування?

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Бланк І.О. Інвестиційний менеджмент: підруч. / І. О. Бланк, Н. М. Гуляєва - К. : КНТЕУ, 2003. - 398 с.
2. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту: підруч. / Брігхем Є. Ф. ; [пер. з англ.]. - К. : КП "ВАЗАКО", Молодь, 1997. – 976 с.
3. Вільні економічні зони : світовий досвід і українська практика : навч. посіб. / [за ред. І. Ю. Сіваченка]. - К. : ЦНЛ, 2004. – 179 с.
4. Глазунов В. Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций / Глазунов В. Н. - М. : Финстатинформ, 1997. - 135 с.
5. Гойко А. Ф. Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрями їх реалізації / Гойко А. Ф. - К. : Віра-Р, 1999. - 320 с.
6. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі : Монографія / Губський Б. В. - К. : Наукова думка, 1998. - 392 с.
7. Данилюк М. О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / М. О. Данилюк, В. І. Савич. - К. : ЦНЛ, 2004. – 340 с.
8. Данілов О. Д. Інвестування : навч. посіб. / Данілов О. Д., Івашина Г. М., Чумаченко О. Г. - К. : ВД «Комп'ютерпрес», 2001. - 364 с.
9. Денисенко М. П. Основи інвестиційної діяльності : підруч. / Денисенко М. П. - К. : Алеута, 2003. - 338 с.
10. Зимовець В. В. Фінансове посередництво : навч. посіб. / В. В. Зимовець, С. П. Зубик. - К. : КНЕУ, 2004. - 288 с.
11. Игонина Л. Л. Инвестиции: учебник / Игонина Л. Л. - М. : Юристь, 2002. - 480 с.
12. Інвестування : навч. посіб. / [за заг. ред. В. М. Гринькової]. – Харків : ВД "Інжек", 2003. - 320 с.
13. Інвестологія : наука про інвестування : навч. посіб. / [за ред. д. е. н., проф. С. К. Реверчука]. - К. : Атіка, 2001. - 264с.
14. Гайдуцький П. Інфраструктура інвестиційного розвитку / Гайдуцький П., Баліцька В., Карапай Ю. та ін. - К. : Міленіум, 2003. - 218 с.
15. Кірейцев Г. Г. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / Кірейцев Г. Г. - К. : ЦУЛ, 2002. – 459 с.
16. Коваленко М. А. Фінанси спільного інвестування: навч. посіб. / М. А. Коваленко, Л. М. Радванська. – Херсон : Олді-плюс, 2002. - 248 с.

- 17.Крупка Я. Д. Прогресивні методи оцінки обліку інвестиційних ресурсів / Крупка Я. Д. – Тернопіль : Економічна думка, 2000. - 354 с.
- 18.Кузьменко Л. В. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / Кузьменко Л. В., Кузьмін В. В., Шаповалов В. М. – Херсон : Олді-плюс, 2003. – 296 с.
- 19.Лудченко Я. Оцінка економічної ефективності інвестиційних проєктів : навч. посіб. / Лудченко Я. - К. : Ельга, Ніка-Центр, 2004. - 208 с.
- 20.Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посіб. - К. : ЦУЛ, 2003. - 376 с.
- 21.Манів З. О. Економіка підприємства : навч. посіб. / З. О. Манів, І. М. Луцький - К. : Знання, 2004. – 498 с.
- 22.Марголин А. М. Экономическая оценка инвестиции : учебник / А. М. Марголин, А. Я. Быстряков – М. : Ассоциация авторов и издателей ТАНДЕМ, ЭКМОС, 2001. - 240 с.
- 23.Матюшенко І. Ю. Іноземні інвестиції : навч. посіб. / І. Ю. Матюшенко, В. П. Божко - К. : ВД "Професіонал", 2005. - 336 с.
- 24.Мельник В. В. Міжнародна інвестиційна діяльність : навч. посіб. / В. В. Мельник, В. В. Козюк – Тернопіль : Карт-бланш, 2003. - 249 с.
- 25.Мертенс А. В. Инвестиции : курс лекцій по современной финансовой теории / Мертенс А. В. - К. : Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.
- 26.Міжнародна інвестиційна діяльність : підруч. / [Д. Г. Лук'яненко, Б. В. Губський, О. М. Мозговий та ін.] ; за ред. Д. Г. Лук'яненка. - К. : КНЕУ, 2003. - 387с.
- 27.Музиченько А. С. Інвестиційна діяльність в Україні : навч. посіб. / Музиченько А. С. - К. : Кондор, 2005. - 406 с.
- 28.Найман Э. Л. Трайдер-Инвестор / Найман Э. Л. - К. : Вира-Р, 2000. - 640 с.
- 29.Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений / Норткотт Д. - М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. - 247 с.
- 30.Омельченко А. В. Іноземні інвестиції в Україні. Довідник з правових питань / Омельченко А. В. - К. : Юніком, 1997. – 416 с.
- 31.Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом / Пересада А. А. - К. : Лібра, 2002. - 472 с.
- 32.Підхонний О. М. Управління інвестиційними процесами на фінансовому ринку : навч. посіб. / Підхонний О. М. - К. : Кондор, 2003. – 184 с.

33. Портфельне інвестування : навч. посіб. / [Пересада А. А., Шевченко О. Г., Коваленко Ю. М., Урванцева С. В.]. - К. : КНЕУ, 2004. - 408с.
34. Реверчук С. К. Інвестологія : наука про інвестування : навч. посіб. / Реверчук С. К., Реверчук Н. Й., Скоморович Б. Г. - К. : Атака, 2001. - 264 с.
35. Регулювання зовнішньоекономічної діяльності в Україні : навч. посіб. / [за ред. А. А. Мазаракі]. - К. : КНТЕУ, 2003. - 343 с.
36. Рум'янцев А. П. Зовнішньоекономічна діяльність : навч. посіб. / А. П. Рум'янцев, Н. С. Рум'янцева - К. : ЦУЛ, 2002. - 398 с.
37. Слав'юк Р. А. Фінанси підприємства : навч. посіб. / Слав'юк Р. А. - [3-е вид., перероб. і допов.]. - К. : ЦУЛ, 2002. 356 с.
38. Сухарський В. С. Управління зовнішньоекономічною діяльністю : теорія, методологія, практика / Сухарський В. С. - Тернопіль : Астон, 2001. - 289 с.
39. Титаренко Н. О. Теорії інвестицій : навч. посіб / Н. О. Титаренко, А. М. Поручник - К. : КНЕУ, 2000. - 160 с.
40. Тумусов Ф. С. Інвестиційний потенціал регіона : Теорія. Проблеми. Практика / Тумусов Ф. С. - М. : Экономика, 1999. - 272 с.
41. Федоренко В. Г. Іноземне інвестування економіки України : навч. посіб. / Федоренко В. Г. - К. : МАУП, 2004. - 272 с.
42. Федоренко В. Г. Основи інвестиційно-інноваційної діяльності / Федоренко В. Г. - К. : Атака, 2004. - 431 с.
43. Федоренко В. Г. Інвестознавство : підруч. / В. Г. Федоренко, А. Ф. Гойко - К. : МАУП, 2000. - 408 с.
44. Черваньов Д. М. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України : монографія / Д. М. Черваньов, Л. І. Рейкова. - К. : Т-во "Знання", КОО, 1999. - 514 с.
45. Шарп У., Бейли Дж. Інвестиції / У. Шарп, Дж. Бейли ; [пер. с англ.]. - М. : ИНФРА-М, 1997. - 1024с.
46. Шляхи підвищення інвестиційної діяльності в Україні : монографія / [за заг. ред. А. Г. Федоренка]. - Ніжин : Аспект-Поліграф, 2003. - 724 с.

Додатки

ТАБЛИЦІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РОЗРАХУНКІВ

1. Множники нарощування, що використовуються для розрахунків майбутньої вартості за складним процентом

Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	1,010	1,020	1,030	1,040	1,050	1,060	1,070	1,080	1,090	1,100
2	1,020	1,400	1,061	1,082	1,102	1,124	1,145	1,166	1,188	1,210
3	1,030	1,061	1,093	1,125	1,158	1,191	1,225	1,260	1,295	1,331
4	1,041	1,082	1,126	1,17	1,216	1,262	1,311	1,36	1,412	1,464
5	1,051	1,104	1,159	1,217	1,276	1,338	1,403	1,469	1,539	1,611
6	1,062	1,126	1,194	1,265	1,340	1,419	1,501	1,587	1,677	1,772
7	1,072	1,149	1,230	1,316	1,407	1,504	1,606	1,714	1,828	1,949
8	1,083	1,172	1,267	1,369	1,477	1,594	1,718	1,851	1,993	2,144
9	1,004	1,193	1,305	1,423	1,551	1,689	1,838	1,999	2,172	2,358
10	1,105	1,219	1,344	1,480	1,629	1,791	1,967	2,159	2,307	2,594
11	1,116	1,243	1,384	1,539	1,710	1,897	2,105	2,332	2,580	2,853

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
12	1,127	1,268	1,426	1,601	1,796	2,012	2,252	2,518	2,813	3,138
13	1,138	1,294	1,469	1,665	1,886	2,133	2,410	2,720	3,066	3,452
14	1,149	1,319	1,513	1,732	1,980	2,201	2,579	2,937	3,342	3,797
15	1,161	1,346	1,558	1,801	2,079	2,397	2,759	3,172	3,642	4,177
16	1,173	1,373	1,605	1,873	2,183	2,540	2,952	3,426	3,970	4,595
17	1,184	1,400	1,653	1,948	2,292	2,693	3,159	3,700	4,328	5,054
18	1,196	1,428	1,702	2,026	2,407	2,854	3,380	3,996	4,717	5,560
19	1,208	1,457	1,753	2,107	2,527	3,026	3,616	4,316	5,142	6,116
20	1,220	1,486	1,806	2,191	2,653	3,207	3,870	4,661	5,604	6,727
21	1,232	1,516	1,860	2,279	2,786	3,399	4,140	5,034	6,109	7,400
22	1,245	1,546	1,916	2,370	2,925	3,603	4,430	5,436	6,658	8,140
23	1,257	1,577	1,974	2,465	3,071	3,820	4,740	5,871	7,258	8,954
24	1,270	1,608	2,033	2,563	3,225	4,049	5,072	6,341	7,911	9,850
25	1,282	1,641	2,094	2,666	3,386	4,292	5,427	6,848	8,623	10,834

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
30	1,348	1,811	2,427	3,243	4,322	5,743	7,612	10,062	13,267	17,449
40	1,489	2,208	3,262	4,801	7,040	10,285	14,974	21,724	31,408	45,258
50	1,645	2,691	4,384	7,106	11,467	18,419	29,456	46,900	74,354	117,386
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	1,110	1,120	1,130	1,140	1,150	1,160	1,170	1,180	1,190	1,200
2	1,232	1,254	1,277	1,300	1,322	1,346	1,369	1,392	1,416	1,440
3	1,368	1,405	1,443	1,482	1,521	1,561	1,602	1,643	1,685	1,728
4	1,518	1,574	1,630	1,689	1,749	1,811	1,874	1,939	2,005	2,074
5	1,685	1,762	1,842	1,925	2,011	2,100	2,192	2,288	2,386	2,488
6	1,870	1,974	2,082	2,195	2,313	2,436	2,565	2,700	2,840	2,986
7	2,076	2,211	2,353	2,502	2,660	2,826	3,001	3,185	3,379	3,583
8	2,305	2,476	2,658	2,853	3,059	3,278	3,511	3,759	4,021	4,300

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
9	2,558	2,773	3,004	3,252	3,518	3,803	4,108	4,435	4,785	5,160
10	2,839	3,106	3,395	3,707	4,046	4,110	4,807	5,234	5,695	6,192
11	3,125	3,479	3,836	4,226	4,652	5,117	5,624	6,176	6,777	7,430
12	3,498	3,896	4,334	4,818	5,350	5,936	6,580	7,288	8,064	8,916
13	3,883	4,363	4,898	5,492	6,153	6,886	7,699	8,599	9,596	10,699
14	4,310	4,887	5,535	6,261	7,076	7,987	9,007	10,147	11,420	12,893
15	4,785	5,474	6,254	7,138	8,137	9,265	10,539	11,974	13,583	15,407
16	5,311	6,130	7,067	8,137	9,358	10,748	12,330	14,129	16,171	18,488
17	5,895	6,866	7,276	9,276	10,761	12,468	14,426	16,672	19,244	22,186
18	6,543	7,690	9,024	10,575	12,375	14,462	16,879	19,673	22,900	26,623
19	7,263	8,613	10,197	12,055	14,232	16,776	19,748	23,214	27,251	31,948
20	8,062	9,646	11,523	13,743	16,366	19,461	23,105	27,393	32,429	38,337
21	8,949	10,804	13,021	15,667	18,821	22,574	27,033	32,323	38,591	46,005

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
22	9,933	12,100	14,713	17,861	21,644	26,186	31,629	38,141	45,923	55,205
23	11,026	13,552	16,626	20,361	24,891	30,376	37,005	45,007	54,648	66,247
24	12,239	15,178	18,788	23,212	28,625	35,236	43,296	53,108	65,031	79,496
25	13,585	17,000	21,230	26,461	32,918	40,874	50,656	62,667	77,387	95,395
30	22,892	29,960	39,115	50,949	66,210	85,849	111,061	143,367	184,672	237,373
40	64,999	23,049	132,776	188,876	267,856	378,715	533,846	750,353	1051,642	1469,740
50	184,559	288,996	450,711	700,197	1083,619	1670,669	2566,080	3927,189	5988,730	9100,191
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	1,210	1,220	1,230	1,240	1,250	1,260	1,270	1,280	1,290	1,3
2	1,464	1,488	1,513	1,538	1,562	1,588	1,613	1,638	1,1,664	1,69
3	1,772	1,816	1,861	1,907	1,953	2,000	2,048	2,097	2,147	2,197
4	2,144	2,215	2,289	2,364	2,441	2,52	2,601	2,684	2,769	2,856

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
5	2,594	2,703	2,815	2,932	3,025	3,176	3,304	3,436	3,572	3,713
6	3,138	3,297	3,463	3,635	3,815	4,001	4,196	4,398	4,608	4,827
7	3,797	4,023	4,259	4,508	4,768	5,042	5,329	5,629	5,945	6,275
8	4,595	4,908	5,239	5,589	5,960	6,353	6,767	7,206	7,669	8,157
9	5,560	5,987	6,444	6,931	7,451	8,004	8,595	9,223	9,893	10,604
10	6,727	7,305	7,926	8,594	9,313	10,086	10,915	11,806	12,761	13,786
11	8,140	8,912	9,749	10,657	11,642	12,708	13,862	15,112	16,462	17,921
12	9,850	10,872	11,991	13,215	14,552	16,012	17,605	19,343	21,236	23,298
13	11,918	13,264	14,749	16,386	18,190	20,175	22,359	24,759	27,395	30,287
14	14,421	16,182	18,141	20,319	22,737	25,420	28,395	31,691	35,339	39,373
15	17,449	19,742	22,314	25,195	28,422	32,030	36,062	40,565	45,587	51,185
16	21,113	24,085	27,446	31,242	35,527	40,357	45,799	51,923	58,808	66,541
17	25,547	29,384	33,758	38,740	44,409	50,850	58,165	66,461	75,862	86,503
18	30,912	35,848	41,523	48,038	55,511	64,071	73,869	85,070	97,862	112,454

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
19	37,404	43,735	51,073	59,567	69,389	80,730	93,813	108,890	126,242	146,190
20	45,258	53,357	62,820	73,863	86,736	101,720	119,143	139,379	162,852	190,047
21	54,762	65,095	77,268	91,591	108,420	128,167	151,312	178,405	210,079	247,061
22	66,262	79,416	95,040	113,572	135,525	161,490	192,165	228,358	271,002	321,178
23	80,178	96,887	116,899	140,829	169,407	203,477	244,050	292,298	349,592	417,531
24	97,015	118,203	143,786	174,628	211,758	256,381	309,943	374,141	450,974	542,791
25	117,388	144,207	176,857	216,539	264,698	323,040	393,628	478,901	581,756	705,627
30	304,471	389,748	497,904	634,810	807,739	1025,904	1300,477	1645,488	2078,208	2619,936
40	2048,309	2846,941	3948,340	5455,797	7523,156	10346,879	14195,051	19426,418	26520,723	36117,754
50	13779,844	20795,680	31278,301	46889,207	70064,812	104354,562	154942,687	229345,875	338440,000	497910,125
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	1,310	1,320	1,330	1,340	1,350	1,360	1,370	1,380	1,390	1,400

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2	1,716	1,742	1,769	1,796	1,822	1,850	1,877	1,904	1,932	1,96
3	2,248	2,300	2,353	2,406	2,460	2,515	2,571	2,628	2,686	2,744
4	2,945	3,036	3,129	3,224	3,321	3,421	3,523	3,627	3,733	3,842
5	3,858	4,007	4,162	4,320	4,484	4,653	4,826	5,005	5,189	5,378
6	5,054	5,290	5,535	5,789	6,053	6,328	6,612	6,907	7,213	7,530
7	6,621	6,983	7,361	7,758	8,172	8,605	9,058	9,531	10,025	10,541
8	8,673	9,217	9,791	10,395	11,032	11,703	12,410	13,153	13,935	14,758
9	11,362	12,166	13,022	13,930	14,894	15,917	17,001	18,151	19,370	20,661
10	14,884	16,060	17,319	18,666	20,106	21,646	23,292	25,049	26,924	28,925
11	19,498	21,199	23,034	25,012	27,144	29,439	31,910	34,567	37,425	40,495
12	25,542	27,982	30,635	33,516	36,644	40,037	43,716	47,703	52,020	56,694
13	33,460	36,937	40,745	44,912	49,496	54,451	59,892	65,830	72,308	79,371
14	43,832	48,756	54,190	60,181	66,784	74,053	82,051	90,845	100,509	111,119
15	57,420	64,358	72,073	80,643	90,158	100,712	112,410	125,366	139,707	155,567

Закінчення додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
16	75,220	84,953	95,857	108,061	121,713	136,968	154,002	173,005	194,192	217,739
17	98,539	112,138	127,490	144,802	164,312	186,277	210,938	238,747	269,927	304,911
18	129,086	148,022	169,561	194,035	221,822	253,337	289,046	329,471	375,198	426,875
19	169,102	195,389	225,517	260,006	299,459	344,537	395,995	454,669	521,525	597,625
20	221,523	257,913	299,937	348,408	404,270	486,571	542,514	627,443	724,919	836,674
21	290,196	340,446	398,916	466,867	545,764	637,256	743,245	865,871	1007,637	1171,343
22	380,156	449,388	530,558	625,601	736,781	866,668	1018,245	1194,900	1400,615	1639,878
23	498,004	593,192	705,642	838,305	994,653	1178,668	1394,996	1648,961	1946,854	2295,829
24	652,385	783,013	938,504	1123,328	1342,781	1602,988	1911,145	2275,564	2706,125	3214,158
25	854,623	1033,577	1248,210	1505,258	1812,754	2180,063	2618,268	3140,275	3761,511	4499,816
30	3297,081	4142,008	5194,516	6503,285	8128,426	10142,914	12636,086	15,716,703	19517,969	24201,043
40	49072,621	66519,313	89962,188	121388,437	163433,875	219558,625	294317,937	393684,687	525508,312	700022,628

2. Дисконтні множники, що використовуються для розрахунків теперішньої вартості за складним процентом

Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	0,990	0,980	0,971	0,962	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2	0,980	0,961	0,943	0,925	0,907	0,890	0,873	0,857	0,842	0,826
3	0,971	0,942	0,915	0,889	0,864	0,840	0,816	0,794	0,772	0,751
4	0,961	0,924	0,888	0,855	0,823	0,792	0,763	0,735	0,708	0,683
5	0,951	0,906	0,863	0,822	0,784	0,747	0,713	0,681	0,650	0,621
6	0,942	0,888	0,837	0,790	0,746	0,705	0,666	0,630	0,596	0,564
7	0,933	0,871	0,813	0,760	0,711	0,665	0,623	0,583	0,547	0,513
8	0,923	0,853	0,789	0,731	0,677	0,627	0,582	0,540	0,502	0,467
9	0,914	0,837	0,766	0,703	0,645	0,592	0,544	0,500	0,460	0,424
10	0,905	0,820	0,744	0,676	0,614	0,558	0,508	0,463	0,422	0,386
11	0,896	0,804	0,722	0,650	0,585	0,527	0,475	0,429	0,388	0,350
12	0,887	0,789	0,701	0,625	0,557	0,497	0,444	0,397	0,356	0,319
13	0,879	0,773	0,681	0,601	0,530	0,469	0,415	0,369	0,326	0,290
14	0,870	0,758	0,661	0,577	0,505	0,442	0,388	0,340	0,299	0,263
15	0,861	0,743	0,642	0,555	0,481	0,417	0,362	0,315	0,275	0,239
16	0,853	0,728	0,623	0,534	0,458	0,394	0,339	0,292	0,252	0,218
17	0,844	0,714	0,605	0,513	0,436	0,371	0,317	0,270	0,231	0,198
18	0,836	0,700	0,587	0,494	0,416	0,350	0,296	0,250	0,212	0,180
19	0,828	0,686	0,570	0,475	0,396	0,331	0,277	0,232	0,194	0,164
20	0,820	0,673	0,554	0,456	0,377	0,312	0,258	0,215	0,178	0,149
21	0,811	0,660	0,538	0,439	0,359	0,294	0,242	0,199	0,164	0,135
22	0,803	0,647	0,522	0,422	0,342	0,278	0,226	0,184	0,150	0,123
23	0,795	0,634	0,507	0,406	0,326	0,262	0,211	0,170	0,138	0,112
24	0,788	0,622	0,492	0,390	0,310	0,247	0,197	0,158	0,126	0,102
25	0,780	0,610	0,478	0,375	0,295	0,233	0,184	0,146	0,116	0,092
30	0,742	0,552	0,412	0,308	0,231	0,174	0,131	0,099	0,075	0,057
40	0,672	0,453	0,307	0,208	0,142	0,097	0,067	0,046	0,032	0,022
50	0,608	0,372	0,228	0,141	0,087	0,054	0,034	0,021	0,013	0,009
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	0,901	0,893	0,885	0,877	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2	0,812	0,797	0,783	0,769	0,756	0,430	0,731	0,718	0,706	0,694
3	0,731	0,712	0,693	0,675	0,658	0,641	0,624	0,609	0,593	0,579
4	0,659	0,636	0,613	0,592	0,572	0,552	0,534	0,516	0,499	0,482
5	0,593	0,567	0,543	0,519	0,497	0,476	0,456	0,437	0,419	0,402
6	0,535	0,507	0,480	0,456	0,432	0,410	0,390	0,370	0,352	0,335
7	0,482	0,452	0,425	0,400	0,376	0,354	0,333	0,314	0,296	0,279
8	0,434	0,404	0,376	0,351	0,327	0,305	0,285	0,266	0,249	0,233
9	0,391	0,361	0,333	0,308	0,284	0,263	0,243	0,225	0,209	0,194
10	0,352	0,322	0,295	0,270	0,247	0,227	0,208	0,191	0,176	0,162
11	0,317	0,287	0,261	0,237	0,215	0,195	0,178	0,162	0,148	0,135

Продовження додатку 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
12	0,286	0,257	0,231	0,208	0,187	0,168	0,152	0,137	0,124	0,112
13	0,258	0,229	0,204	0,182	0,163	0,145	0,130	0,116	0,104	0,093
14	0,232	0,205	0,181	0,160	0,141	0,125	0,111	0,099	0,088	0,078
15	0,209	0,183	0,160	0,140	0,123	0,108	0,095	0,084	0,074	0,065
16	0,019	0,163	0,141	0,123	0,107	0,093	0,081	0,071	0,062	0,054
17	0,170	0,146	0,125	0,108	0,093	0,080	0,069	0,060	0,052	0,045
18	0,153	0,130	0,111	0,095	0,081	0,069	0,059	0,051	0,044	0,038
19	0,138	0,116	0,098	0,083	0,070	0,060	0,051	0,043	0,037	0,031
20	0,124	0,104	0,087	0,073	0,061	0,051	0,043	0,037	0,031	0,026
21	0,112	0,093	0,077	0,064	0,053	0,044	0,037	0,031	0,026	0,022
22	0,101	0,083	0,068	0,056	0,046	0,038	0,032	0,026	0,022	0,018
23	0,091	0,074	0,060	0,049	0,040	0,033	0,027	0,022	0,018	0,015
24	0,082	0,066	0,053	0,043	0,035	0,028	0,023	0,190	0,015	0,013
25	0,074	0,059	0,047	0,038	0,030	0,024	0,020	0,160	0,013	0,010
30	0,044	0,033	0,026	0,020	0,015	0,012	0,009	0,007	0,005	0,004
40	0,015	0,011	0,008	0,005	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001
50	0,005	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	0,826	0,820	0,813	0,806	0,800	0,794	0,787	0,781	0,775	0,769
2	0,683	0,672	0,661	0,650	0,640	0,630	0,620	0,610	0,601	0,592
3	0,564	0,551	0,537	0,524	0,512	0,500	0,488	0,477	0,466	0,455
4	0,467	0,451	0,437	0,423	0,41	0,397	0,384	0,373	0,361	0,35
5	0,386	0,370	0,355	0,341	0,328	0,315	0,303	0,291	0,280	0,269
6	0,319	0,303	0,289	0,275	0,262	0,250	0,238	0,227	0,217	0,207
7	0,263	0,249	0,235	0,222	0,210	0,198	0,188	0,178	0,168	0,159
8	0,218	0,204	0,191	0,179	0,168	0,157	0,148	0,139	0,130	0,123
9	0,180	0,167	0,155	0,144	0,134	0,125	0,116	0,108	0,101	0,094
10	0,149	0,137	0,126	0,116	0,107	0,099	0,092	0,085	0,078	0,073
11	0,123	0,112	0,103	0,094	0,086	0,079	0,072	0,066	0,061	0,056
12	0,102	0,092	0,083	0,076	0,069	0,062	0,057	0,052	0,047	0,043
13	0,084	0,075	0,068	0,061	0,055	0,050	0,045	0,040	0,037	0,033
14	0,069	0,062	0,055	0,049	0,044	0,039	0,035	0,032	0,028	0,025
15	0,057	0,051	0,045	0,040	0,035	0,031	0,028	0,025	0,022	0,020
16	0,047	0,042	0,036	0,032	0,028	0,025	0,022	0,019	0,017	0,015
17	0,039	0,034	0,030	0,026	0,023	0,020	0,017	0,015	0,013	0,012
18	0,032	0,028	0,024	0,021	0,018	0,016	0,014	0,012	0,010	0,004
19	0,027	0,023	0,020	0,017	0,014	0,012	0,011	0,009	0,008	0,007
20	0,022	0,019	0,016	0,014	0,012	0,010	0,008	0,007	0,006	0,005
21	0,018	0,015	0,013	0,011	0,009	0,008	0,007	0,006	0,005	0,004

Закінчення додатку 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
22	0,015	0,013	0,011	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,004	0,003
23	0,012	0,010	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002
24	0,010	0,008	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002
25	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001
30	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000
40	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
50	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	0,763	0,758	0,752	0,746	0,741	0,735	0,730	0,725	0,719	0,714
2	0,583	0,574	0,565	0,557	0,549	0,541	0,533	0,525	0,518	0,510
3	0,445	0,435	0,425	0,416	0,406	0,398	0,389	0,381	0,372	0,364
4	0,340	0,329	0,320	0,31	0,301	0,292	0,284	0,276	0,268	0,260
5	0,259	0,250	0,240	0,231	0,223	0,215	0,207	0,200	0,193	0,186
6	0,198	0,189	0,181	0,173	0,165	0,158	0,151	0,145	0,139	0,133
7	0,151	0,143	0,136	0,129	0,122	0,116	0,110	0,105	0,100	0,095
8	0,115	0,108	0,102	0,096	0,091	0,085	0,081	0,076	0,072	0,068
9	0,088	0,082	0,077	0,072	0,067	0,063	0,059	0,055	0,052	0,048
10	0,067	0,062	0,058	0,054	0,050	0,046	0,043	0,040	0,037	0,035
11	0,051	0,047	0,043	0,040	0,037	0,034	0,031	0,029	0,027	0,025
12	0,039	0,036	0,033	0,030	0,027	0,025	0,023	0,021	0,019	0,018
13	0,030	0,027	0,025	0,022	0,020	0,018	0,017	0,015	0,014	0,013
14	0,023	0,021	0,018	0,017	0,015	0,014	0,012	0,011	0,010	0,009
15	0,017	0,016	0,014	0,012	0,011	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006
16	0,013	0,012	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006	0,006	0,005	0,005
17	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006	0,005	0,005	0,004	0,004	0,003
18	0,008	0,007	0,006	0,005	0,005	0,004	0,003	0,003	0,003	0,002
19	0,006	0,005	0,004	0,004	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002
20	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001
21	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001
22	0,003	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
23	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000
24	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000
25	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
30	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
40	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
50	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

**3. Множники нарощування, що використовуються
для розрахунків майбутньої вартості анuitету**

Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,010	2,020	2,030	2,040	2,050	2,060	2,070	2,080	2,090	2,100
3	3,030	3,060	3,091	3,122	3,152	3,184	3,215	3,246	3,278	3,310
4	4,060	4,122	4,184	4,246	4,310	4,375	4,440	4,506	4,537	4,611
5	5,101	5,204	5,309	5,416	5,526	5,637	5,751	5,867	5,985	6,105
6	6,152	6,308	6,468	6,633	6,802	6,975	7,153	7,336	7,523	7,716
7	7,212	7,434	7,662	7,898	8,142	8,394	8,654	8,923	9,200	9,487
8	8,286	8,583	8,892	9,214	9,549	9,897	10,260	10,637	11,028	11,436
9	9,368	9,755	10,159	10,583	11,027	11,491	11,978	12,488	13,021	13,579
10	10,462	10,950	11,464	12,006	12,578	13,181	13,816	14,487	15,193	15,937
11	11,567	12,169	12,808	13,486	14,207	14,972	15,784	16,645	17,560	18,531

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
12	12,682	13,412	14,192	15,026	15,917	16,870	17,888	18,977	20,141	21,384
13	13,809	14,680	15,618	16,627	17,713	18,882	20,141	21,195	22,953	24,523
14	14,947	15,974	17,086	18,292	19,598	21,015	22,550	24,215	26,019	27,975
15	16,097	17,293	18,599	20,023	21,578	23,276	25,129	27,152	29,361	31,772
16	17,258	18,639	20,157	21,824	23,657	25,672	27,888	30,324	33,003	35,949
17	18,430	20,012	21,761	23,697	25,840	28,213	30,840	33,750	36,973	40,544
18	19,614	21,412	23,414	25,645	28,132	30,905	33,999	37,450	41,301	45,599
19	20,811	22,840	25,117	27,671	30,539	33,760	37,379	41,446	46,018	51,158
20	22,019	24,297	26,870	29,778	33,066	36,785	40,995	45,762	51,159	57,247
21	23,239	25,783	28,676	31,969	35,719	39,992	44,865	50,422	56,764	64,002
22	24,471	27,299	30,536	34,248	38,505	43,392	49,005	55,456	62,872	71,402
23	25,716	28,845	32,452	36,618	41,430	46,995	53,435	60,893	69,531	79,542

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
24	26,973	30,421	34,426	39,082	44,501	50,815	58,176	66,764	76,789	88,496
25	28,243	32,030	36,459	41,645	47,726	54,864	63,248	73,105	84,990	98,346
30	34,784	40,567	47,575	56,084	66,438	79,057	94,459	113,282	136,305	164,491
40	48,885	60,401	75,400	95,024	120,797	154,758	199,630	259,052	337,872	442,580
50	64,461	84,577	112,794	152,664	209,341	290,325	406,516	573,756	815,051	1163,865
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,110	2,120	2,130	2,140	2,150	2,160	2,170	2,180	2,190	2,200
3	3,342	3,374	3,407	3,440	3,472	3,506	3,539	3,572	3,606	3,640
4	4,710	4,779	4,850	4,921	4,993	5,066	5,141	5,215	5,291	5,368
5	6,228	6,353	6,480	6,610	6,742	6,877	7,014	7,154	7,297	7,442
6	7,913	8,115	8,323	8,535	8,754	8,977	9,207	9,442	9,683	9,930

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
7	9,783	10,089	10,405	10,730	11,067	11,414	11,772	12,141	12,523	12,916
8	11,859	12,300	12,757	13,233	13,727	14,240	14,773	15,327	15,902	16,499
9	14,164	14,776	15,416	16,085	16,786	17,518	18,285	19,086	19,923	20,799
10	16,722	17,549	18,420	19,337	20,304	21,321	22,393	23,521	24,709	25,959
11	19,561	20,655	21,814	23,044	24,349	25,733	27,200	28,755	30,403	32,150
12	22,713	24,133	25,650	27,271	29,001	30,850	32,824	34,931	37,180	39,580
13	26,211	28,029	29,984	32,088	34,352	36,786	39,404	42,218	45,244	48,496
14	30,095	32,392	34,882	37,581	40,504	43,672	47,102	50,818	54,841	59,196
15	34,405	37,280	40,417	43,842	47,580	51,659	56,109	60,965	66,260	72,035
16	39,190	42,753	46,671	50,980	55,717	60,925	66,648	72,938	79,850	87,442
17	44,500	48,883	53,738	59,117	65,075	71,673	78,978	87,067	96,021	105,930
18	50,396	55,749	61,724	68,393	75,836	84,000	93,404	103,739	115,265	128,116

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
19	56,939	63,439	70,748	78,968	88,211	98,603	110,283	123,412	138,165	154,739
20	64,202	72,052	80,946	91,024	102,443	115,379	130,031	146,626	165,417	186,687
21	72,264	81,698	92,468	104,767	118,809	134,840	153,136	174,019	197,846	225,024
22	81,213	92,502	105,489	120,434	137,630	157,414	180,169	206,342	236,436	271,028
23	91,147	104,602	120,203	138,295	159,274	183,600	211,798	244,483	282,359	326,234
24	102,173	118,154	136,829	158,656	184,166	213,976	248,803	289,490	337,007	392,480
25	114,412	133,333	155,616	181,867	212,790	249,212	292,099	342,598	402,038	471,976
30	199,018	241,330	293,192	356,778	434,738	530,306	647,423	790,932	966,698	1181,865
40	581,812	767,080	1013,667	1341,979	1779,048	2360,724	3134,412	4163,094	5529,711	7343,715
50	1668,723	2399,975	3459,344	4994,301	7217,488	10435,449	15088,805	21812,273	31514,492	45496,094

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,210	2,220	2,230	2,240	2,250	2,260	2,270	2,280	2,290	2,300
3	3,674	3,708	3,743	3,778	3,813	3,848	3,883	3,918	3,954	3,990
4	5,446	5,524	5,604	5,684	5,766	5,848	5,931	6,016	6,101	6,187
5	7,589	7,740	7,893	8,048	8,207	8,368	8,533	8,700	8,870	9,043
6	10,183	10,442	10,708	10,980	11,259	11,544	11,837	12,136	12,442	12,756
7	13,321	13,740	14,171	14,615	15,073	15,546	16,032	16,534	17,051	17,583
8	17,119	17,762	18,430	19,123	19,812	20,588	21,361	22,163	22,995	23,858
9	21,714	22,670	23,669	24,712	25,802	26,940	28,129	29,369	30,664	32,015
10	27,274	28,657	30,113	31,643	33,253	34,945	36,723	38,592	40,556	42,619
11	34,001	35,962	38,039	40,238	42,566	45,030	47,639	50,398	53,318	56,405

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
12	42,141	44,873	47,787	50,895	54,208	57,738	61,501	65,510	69,780	74,326
13	51,991	55,745	59,778	64,109	68,760	73,750	79,106	84,853	91,016	97,624
14	63,909	69,009	74,528	80,496	86,949	93,925	101,465	109,611	118,411	127,912
15	78,330	85,191	92,669	100,815	109,687	119,346	129,860	141,302	153,750	167,285
16	95,779	104,933	114,000	126,010	138,109	151,375	165,922	183,452	199,337	218,470
17	116,892	129,019	142,428	157,252	173,636	191,733	211,721	233,790	258,145	285,011
18	142,439	158,403	176,187	195,993	218,045	242,583	269,885	300,250	334,006	371,514
19	173,351	194,251	217,710	244,031	273,556	306,654	343,754	385,321	431,868	483,968
20	210,755	237,986	268,783	303,598	342,945	387,384	437,568	494,210	558,110	630,157
21	256,013	291,343	331,603	377,461	429,681	489,104	556,710	633,589	720,962	820,204
22	310,775	356,438	408,871	469,052	538,101	671,270	708,022	811,993	931,040	1067,265

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
23	377,038	435,854	503,911	582,624	673,626	778,760	900,187	1040,351	1202,042	1388,443
24	457,215	532,741	620,810	723,453	843,032	982,237	1144,237	1332,649	1551,634	1805,975
25	554,230	650,944	764,596	898,082	1054,791	1238,617	1454,180	1706,790	2002,608	2348,765
30	1445,111	1767,044	2160,459	2640,881	3227,172	3941,953	4812,891	5873,172	7162,785	8729,805
40	9749,141	12936,141	17153,691	22728,367	30088,621	39791,957	52570,707	69376,562	91447,375	120389,375
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,310	2,320	2,230	2,207	2,167	2,127	2,087	2,047	2,007	1,967
3	4,026	4,026	4,099	4,126	4,172	4,210	4,247	4,284	4,322	4,360
4	6,274	6,362	6,452	6,633	6,725	6,818	6,912	7,008	7,008	7,104
5	9,219	9,398	9,581	9,766	9,954	10,146	10,341	10,539	10,741	10,946

Продовження додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
6	13,007	13,406	13,742	14,086	14,438	14,799	15,167	15,544	15,990	16,324
7	18,131	18,696	19,277	19,876	20,492	21,126	21,779	22,451	23,142	23,853
8	24,752	25,678	26,638	27,633	28,664	29,732	30,837	31,982	33,167	34,395
9	33,425	34,895	36,429	38,028	39,696	41,435	43,247	45,135	47,103	49,152
10	44,786	47,062	49,451	51,958	54,590	57,351	60,248	63,287	66,473	69,813
11	59,670	63,121	66,769	70,624	74,696	78,998	83,540	88,335	93,397	98,739
12	79,167	84,320	89,803	95,636	101,840	108,437	115,450	122,903	130,822	139,234
13	104,709	112,302	120,438	129,152	138,454	148,474	159,166	170,606	182,842	195,928
14	138,169	149,239	161,183	174,063	187,953	202,925	219,058	236,435	255,151	275,299
15	182,001	197,996	215,373	234,245	254,737	276,978	301,109	327,281	355,659	386,418
16	239,421	262,354	287,446	314,888	344,895	377,690	413,520	452,647	495,366	541,985
17	314,642	347,307	383,303	422,949	466,608	514,658	567,521	625,652	689,558	759,778

Закінчення додатку 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
18	413,180	459,445	510,792	567,751	630,920	700,935	778,504	864,399	959,485	1064,689
19	542,266	607,467	680,354	761,786	852,741	954,271	1067,551	1193,870	1334,683	1491,563
20	711,368	802,856	905,870	1021,792	1152,200	1298,809	1463,544	1648,539	1856,208	2089,188
21	932,891	1060,769	1205,807	1370,201	1556,470	17,67,380	2006,055	2275,982	2581,128	2925,862
22	1223,087	1401,215	1604,724	1837,068	2102,234	2404,636	2749,294	3141,852	3588,765	4097,203
23	1603,243	1850,603	2135,282	2462,669	2839,014	3271,304	3767,532	4336,750	4989,379	5737,078
24	2101,247	2443,795	2840,924	3300,974	3833,667	4449,969	5162,516	5985,711	6936,230	8032,906
25	2753,631	3226,808	3779,428	4424,301	5176,445	6052,957	7073,645	8261,273	9642,352	11247,062
30	10632,543	12940,672	15737,945	19124,434	23221,258	28172,016	34148,906	41357,227	50043,625	60500,207

**4. Дисконтні множники, що використовуються
для розрахунків теперішньої вартості анuitету**

Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	0,990	0,980	0,971	0,962	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2	1,970	1,942	1,913	1,886	1,859	1,833	1,808	1,783	1,759	1,736
3	2,941	2,884	2,829	2,775	2,723	2,673	2,624	2,577	2,531	2,487
4	3,902	3,808	3,717	3,63	3,546	3,465	3,387	3,312	3,24	3,170
5	4,853	4,713	4,580	4,452	4,329	4,212	4,100	3,993	3,890	3,791
6	5,795	5,601	5,417	5,242	5,076	4,917	4,767	4,623	4,486	4,355
7	6,728	6,472	6,230	6,002	5,786	5,582	5,389	5,206	5,033	4,868
8	7,652	7,326	7,020	6,733	6,463	6,210	5,971	5,747	5,535	5,335
9	8,566	8,162	7,786	7,435	7,108	6,802	6,515	6,247	5,995	5,759
10	9,471	8,983	8,530	8,111	7,722	7,360	7,024	6,710	6,418	6,145
11	10,368	9,787	9,253	8,760	8,306	7,887	7,499	7,139	6,805	6,495
12	11,255	10,575	9,954	9,385	8,863	8,384	7,943	7,536	7,161	6,814
13	12,134	11,348	10,635	9,986	9,394	8,853	8,358	7,904	7,487	7,103
14	13,004	12,106	11,296	10,563	9,899	9,295	8,746	8,244	7,786	7,367
15	13,865	12,849	11,938	11,118	10,380	9,712	9,108	8,560	8,061	7,606
16	14,718	13,578	12,561	11,652	10,838	10,106	9,477	8,851	8,313	7,824
17	15,562	14,292	13,166	12,166	11,274	10,477	9,763	9,122	8,544	8,022
18	16,398	14,992	13,754	12,659	11,690	10,828	10,059	9,372	8,756	8,201
19	17,226	15,679	14,324	13,134	12,085	11,158	10,336	9,604	8,950	8,365
20	18,046	16,352	14,878	13,590	12,462	11,470	10,594	9,818	9,129	8,514
21	18,857	17,001	15,415	14,029	12,821	11,764	10,836	10,017	9,292	8,649
22	19,661	17,658	15,937	14,451	13,163	12,042	11,061	10,201	9,442	8,772
23	20,456	18,292	16,444	14,857	13,489	12,303	11,272	10,371	9,580	8,883
24	21,244	18,914	16,935	15,247	13,799	12,550	11,469	10,529	9,707	8,985
25	22,023	19,524	17,413	15,622	14,094	12,783	11,654	10,675	9,823	9,077
30	25,808	22,397	19,601	17,292	15,373	13,765	12,409	11,258	10,274	9,427
40	32,835	27,356	23,115	19,793	17,159	15,046	13,332	11,925	10,757	3,779
50	39,197	31,424	25,730	21,482	18,256	15,762	13,801	12,234	10,962	9,915

Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	0,901	0,893	0,885	0,877	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2	1,713	1,690	1,668	1,647	1,626	1,605	1,585	1,566	1,547	1,528
3	2,444	2,402	2,361	2,322	2,383	2,246	2,210	2,174	2,140	2,106
4	3,102	3,037	2,974	2,914	2,855	2,798	2,743	2,69	2,639	2,589
5	3,696	3,605	3,517	3,433	3,352	3,274	3,199	3,127	3,058	2,991
6	4,231	4,111	3,998	3,889	3,784	3,685	3,589	3,498	3,410	3,326

Продовження додатку 4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
7	4,712	4,564	4,423	4,288	4,160	4,039	3,922	3,812	3,706	3,605
8	5,146	4,968	4,799	4,639	5,234	5,029	4,836	4,656	4,487	4,327
9	5,537	5,328	5,132	4,946	4,772	4,607	4,451	4,303	4,163	4,031
10	5,889	5,650	5,426	5,216	5,019	4,833	4,659	4,494	4,339	4,192
11	6,207	5,938	5,687	5,453	5,234	5,029	4,836	4,656	4,487	4,327
12	6,492	6,194	5,918	5,660	5,421	5,197	4,988	4,793	4,611	4,439
13	6,750	6,424	6,122	5,842	5,583	5,342	5,118	4,910	4,715	4,533
14	6,982	6,628	6,303	6,002	5,724	5,468	5,229	5,008	4,802	4,611
15	7,191	6,811	6,462	6,142	5,847	5,575	5,324	5,092	4,876	4,675
16	7,379	6,974	6,604	6,265	5,954	5,669	5,405	5,162	4,938	4,730
17	7,549	7,120	6,729	6,373	6,047	5,749	5,475	5,222	4,990	4,775
18	7,702	7,250	6,840	6,467	6,128	5,818	5,534	5,273	5,033	4,812
19	7,839	7,366	6,938	6,550	6,198	5,877	5,585	5,316	5,070	4,843
20	7,963	7,469	7,025	6,623	6,259	5,929	5,628	5,353	5,101	4,870
21	8,075	7,562	7,102	6,687	6,312	5,973	5,665	5,384	5,127	4,891
22	8,176	7,645	7,170	6,743	6,359	6,011	5,696	5,410	5,149	4,909
23	8,266	7,718	7,230	6,792	6,399	6,044	5,723	5,432	5,167	4,925
24	8,348	7,784	7,283	6,835	6,434	6,073	5,747	5,451	5,182	4,937
25	8,442	7,843	7,330	6,873	6,464	6,097	5,766	5,467	5,195	4,948
30	8,694	8,055	7,496	7,003	6,566	6,177	5,829	5,517	5,235	4,979
40	8,951	8,244	7,634	7,105	6,642	6,233	5,871	5,548	5,258	4,997
50	9,042	8,305	7,675	7,133	6,661	6,246	5,880	5,554	5,262	4,999
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	0,826	0,820	0,813	0,806	0,800	0,794	0,787	0,781	0,775	0,769
2	1,509	1,492	1,474	1,457	1,440	1,424	1,407	1,392	1,376	1,361
3	2,074	2,042	2,011	1,981	1,952	1,923	1,896	1,868	1,842	1,816
4	2,540	2,494	2,448	2,404	2,362	2,32	2,280	2,241	2,23	2,166
5	2,926	2,864	2,803	2,745	2,689	2,635	2,583	2,532	2,483	2,436
6	3,245	3,167	3,092	3,020	2,951	2,885	2,821	2,759	2,700	2,643
7	3,508	3,416	3,327	3,242	3,161	3,083	3,009	2,937	2,868	2,802
8	3,726	3,619	3,518	3,421	3,329	3,241	3,156	3,076	2,999	2,925
9	3,905	3,786	3,673	3,566	3,463	3,366	3,273	3,184	3,100	3,019
10	4,054	3,923	3,799	3,682	3,570	3,465	3,364	3,269	3,178	3,092
11	4,177	4,035	3,902	3,776	3,656	3,544	3,437	3,335	3,239	3,147
12	4,278	4,127	3,985	3,851	3,725	3,606	3,493	3,387	3,286	3,190
13	4,362	4,203	4,053	3,912	3,780	3,656	3,538	3,427	3,322	3,223
14	4,432	4,265	4,108	3,962	3,824	3,695	3,573	3,459	3,351	3,249
15	4,489	4,315	4,153	4,001	3,859	3,726	3,601	3,483	3,373	3,268
16	4,536	4,357	4,189	4,033	3,887	3,751	3,623	3,503	3,390	3,283
17	4,576	4,391	4,219	4,059	3,910	3,771	3,640	3,518	3,403	3,295

Закінчення додатку 4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
18	4,608	4,419	4,243	4,080	3,928	3,786	3,654	3,529	3,413	3,304
19	4,635	4,442	4,263	4,097	3,942	3,799	3,664	3,539	3,421	3,311
20	4,657	4,460	4,279	4,110	3,954	3,808	3,673	3,546	3,247	3,316
21	4,675	4,476	4,292	4,121	3,963	3,816	3,679	3,551	3,432	3,320
22	4,690	4,488	4,302	4,130	3,970	3,822	3,684	3,556	3,436	3,323
23	4,703	4,499	4,311	4,137	3,976	3,827	3,689	3,559	3,438	3,325
24	4,713	4,507	4,318	4,143	3,981	3,831	3,692	3,562	3,441	3,327
25	4,721	4,514	4,323	4,147	3,985	3,834	3,694	3,564	3,442	3,329
30	4,746	4,534	4,339	4,160	3,995	3,842	3,701	3,569	3,447	3,332
40	4,760	4,544	4,347	4,166	3,999	3,846	3,703	3,571	3,448	3,333
50	4,762	4,545	4,348	4,167	4,000	3,846	3,704	3,571	3,448	3,333
Кількість інтервалів	Ставка відсотків									
	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	0,763	0,758	0,752	0,746	0,741	0,735	0,730	0,725	0,719	0,714
2	1,346	0,133	1,317	1,303	1,289	1,276	1,263	1,250	1,237	1,224
3	1,791	1,766	1,742	1,719	1,696	1,673	1,652	1,630	1,609	1,589
4	2,130	2,096	2,062	2,029	1,997	1,966	1,935	1,906	1,877	1,849
5	2,390	2,345	2,302	2,260	2,220	2,181	2,143	2,106	2,070	2,035
6	2,588	2,534	2,483	2,433	2,385	2,339	2,294	2,251	2,209	2,168
7	2,739	2,677	2,619	2,562	2,508	2,455	2,404	2,355	2,308	2,263
8	2,854	2,786	2,721	2,658	2,598	2,540	2,485	2,432	2,380	2,331
9	2,942	2,868	2,798	2,730	2,665	2,603	2,544	2,487	2,432	2,379
10	3,009	2,930	2,855	2,784	2,715	2,649	2,587	2,527	2,469	2,414
11	3,060	2,978	2,899	2,824	2,752	2,683	2,618	2,555	2,496	2,438
12	3,100	3,013	2,931	2,853	2,779	2,708	2,641	2,576	2,515	2,456
13	3,129	3,040	2,956	2,876	2,799	2,727	2,658	2,592	2,529	2,469
14	3,152	3,061	2,974	2,892	2,814	2,740	2,670	2,603	2,539	2,477
15	3,170	3,076	2,988	2,905	2,825	2,750	2,679	2,611	2,546	2,484
16	3,183	3,088	2,999	2,914	2,834	2,757	2,685	2,616	2,551	2,489
17	3,193	3,097	3,007	2,921	2,840	2,763	2,690	2,621	2,555	2,492
18	3,201	3,104	3,012	2,926	2,844	2,767	2,693	2,624	2,557	2,494
19	3,207	3,109	3,017	2,960	2,848	2,770	2,696	2,626	2,559	2,496
20	3,211	3,113	3,020	2,933	2,850	2,772	2,698	2,627	2,561	2,497
21	3,215	3,166	3,023	2,935	2,852	2,773	2,699	2,629	2,562	2,498
22	3,217	3,118	3,025	2,936	2,853	2,775	2,700	2,629	2,562	2,498
23	3,219	3,120	3,026	2,938	2,854	2,775	2,701	2,630	2,563	2,499
24	3,221	3,121	3,027	2,937	2,855	2,776	2,701	2,630	2,563	2,499
25	3,222	3,122	3,028	2,939	2,856	2,776	2,702	2,631	2,563	2,499
30	3,225	3,124	3,030	2,941	2,857	2,777	2,702	2,631	2,564	2,500
40	3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500
50	3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500

5. Значення функції нормального розподілу вірогідностей

t	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
-3,0	0,0013									
-2,9	0,0019	0,0018	0,0018	0,0017	0,0017	0,0016	0,0015	0,0015	0,0014	0,0014
-2,8	0,0026	0,0025	0,0024	0,0023	0,0023	0,0022	0,0021	0,0021	0,0020	0,0019
-2,7	0,0035	0,0034	0,0033	0,0032	0,0031	0,0030	0,0029	0,0028	0,0027	0,0024
-2,6	0,0047	0,0045	0,0044	0,0043	0,0041	0,0040	0,0039	0,0038	0,0037	0,0034
-2,5	0,0062	0,0060	0,0059	0,0057	0,0055	0,0054	0,0052	0,0051	0,0049	0,0048
-2,4	0,0082	0,0080	0,0078	0,0075	0,0073	0,0071	0,0069	0,0068	0,0066	0,0064
-2,3	0,0107	0,0104	0,0102	0,0099	0,0096	0,0094	0,0091	0,0089	0,0087	0,0084
-2,2	0,0139	0,0136	0,0132	0,0129	0,0125	0,0122	0,0119	0,0116	0,0113	0,0110
-2,1	0,0179	0,0174	0,0170	0,0166	0,0162	0,0158	0,0154	0,0150	0,0146	0,0143
-2,0	0,0228	0,0222	0,0217	0,0212	0,0207	0,0202	0,0197	0,0192	0,0188	0,0183
-1,9	0,0287	0,0281	0,0275	0,0268	0,0262	0,0256	0,0250	0,0244	0,0239	0,0233
-1,8	0,0359	0,0351	0,0344	0,0336	0,0329	0,0322	0,0314	0,0307	0,0300	0,0294
-1,7	0,0446	0,0436	0,0427	0,0418	0,0409	0,0401	0,0392	0,0384	0,0375	0,0367
-1,6	0,0548	0,0537	0,0526	0,0516	0,0505	0,0495	0,0485	0,0475	0,0465	0,0455
-1,5	0,0668	0,0655	0,0643	0,0630	0,0618	0,0606	0,0594	0,0582	0,0571	0,0560
-1,4	0,0808	0,0793	0,0778	0,0764	0,0750	0,0735	0,0721	0,0708	0,0694	0,0681
-1,3	0,0968	0,0951	0,0934	0,0918	0,0901	0,0885	0,0869	0,0853	0,0838	0,0823
-1,2	0,1151	0,1131	0,1112	0,1093	0,1075	0,1056	0,1038	0,1020	0,1003	0,0985
-1,1	0,1357	0,1335	0,1314	0,1292	0,1271	0,1251	0,1230	0,1210	0,1190	0,1170
-1,0	0,1587	0,1562	0,1539	0,1515	0,1492	0,1469	0,1446	0,1423	0,1401	0,1379
-0,9	0,1841	0,1814	0,1788	0,1762	0,1736	0,1711	0,1685	0,1660	0,1635	0,1611
-0,8	0,2119	0,2090	0,2061	0,2033	0,2005	0,1977	0,1949	0,1921	0,1894	0,1867
-0,7	0,2420	0,2389	0,2358	0,2327	0,2296	0,2266	0,2236	0,2206	0,2177	0,2143
-0,6	0,2743	0,2709	0,2676	0,2643	0,2611	0,2578	0,2546	0,2514	0,2483	0,2451
-0,5	0,3085	0,3050	0,3015	0,2981	0,2946	0,2912	0,2877	0,2843	0,2810	0,2776
-0,4	0,3446	0,3400	0,3372	0,3336	0,3300	0,3264	0,3228	0,3192	0,3156	0,3121
-0,3	0,3821	0,3783	0,3745	0,3707	0,3669	0,3632	0,3594	0,3557	0,3520	0,3483
-0,2	0,4207	0,4168	0,4129	0,4090	0,4052	0,4013	0,3974	0,3936	0,3897	0,3850
-0,1	0,4602	0,4562	0,4522	0,4483	0,4443	0,4404	0,4364	0,4325	0,4286	0,4247
0,0	0,5000	0,4960	0,4920	0,4880	0,4840	0,4801	0,4761	0,4721	0,4681	0,4641
0,0	0,5000	0,5040	0,5080	0,5120	0,5160	0,5199	0,5239	0,5279	0,5319	0,5359
0,1	0,5398	0,5438	0,5478	0,5517	0,5557	0,5596	0,5636	0,5675	0,5714	0,5753
0,2	0,5793	0,5832	0,5871	0,5910	0,5948	0,5987	0,6026	0,6064	0,6103	0,6141
0,3	0,6179	0,6217	0,6255	0,6293	0,6331	0,6368	0,6406	0,6443	0,6480	0,6517
0,4	0,6554	0,6592	0,6628	0,6664	0,6700	0,6736	0,6772	0,6808	0,6844	0,6880
0,5	0,6915	0,6950	0,6985	0,7019	0,7054	0,7088	0,7123	0,7157	0,7190	0,7224
0,6	0,7257	0,7291	0,7324	0,7357	0,7389	0,7422	0,7454	0,7486	0,7517	0,7549
0,7	0,7580	0,7611	0,7642	0,7673	0,7704	0,7734	0,7764	0,7794	0,7823	0,7852

Закінчення додатку 5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
0,8	0,7881	0,7910	0,7939	0,7967	0,7995	0,8023	0,8051	0,8078	0,8106	0,8133
0,9	0,8159	0,8186	0,8212	0,8238	0,8264	0,8289	0,8315	0,8340	0,8365	0,8389
1,0	0,8413	0,8438	0,8461	0,8485	0,8508	0,8531	0,8554	0,8577	0,8599	0,8621
1,-1	0,8643	0,8665	0,8686	0,8708	0,8729	0,8749	0,8770	0,8790	0,8810	0,8830
1,2	0,8849	0,8870	0,8888	0,8907	0,8925	0,8944	0,8962	0,8980	0,8997	0,9015
1,3	0,9032	0,9049	0,9066	0,9082	0,9099	0,9115	0,9131	0,9147	0,9162	0,9177
1,4	0,9192	0,9207	0,9222	0,9236	0,9251	0,9265	0,9279	0,9292	0,9306	0,9319
1,5	0,9332	0,9345	0,9357	0,9370	0,9382	0,9394	0,9406	0,9418	0,9429	0,9441
1,6	0,9452	0,9463	0,9474	0,9484	0,9495	0,9505	0,9515	0,9525	0,9535	0,9545
1,7	0,9554	0,9564	0,9573	0,9582	0,9591	0,9599	0,9606	0,9616	0,9625	0,9633
1,8	0,9641	0,9649	0,9656	0,9664	0,9671	0,9678	0,9686	0,9693	0,9700	0,9706
1,9	0,9713	0,9719	0,9726	0,9732	0,9738	0,9744	0,9750	0,9756	0,9761	0,9767
2,0	0,9772	0,9778	0,9783	0,9788	0,9793	0,9798	0,9803	0,9808	0,9812	0,9817
2,1	0,9821	0,9826	0,9830	0,9834	0,9838	0,9842	0,9846	0,9850	0,9854	0,9857
2,2	0,9861	0,9864	0,9868	0,9871	0,9875	0,9878	0,9881	0,9884	0,9887	0,9890
2,3	0,9893	0,9896	0,9896	0,9901	0,9904	0,9906	0,9909	0,9911	0,9913	0,9916
2,4	0,9918	0,9920	0,9922	0,9925	0,9927	0,9929	0,9931	0,9932	0,9934	0,9936
2,5	0,9938	0,9940	0,9941	0,9943	0,9945	0,9946	0,9948	0,9949	0,9951	0,9952
2,6	0,9953	0,9955	0,9956	0,9957	0,9959	0,9960	0,9961	0,9962	0,9963	0,9964
2,7	0,9965	0,9966	0,9967	0,9968	0,9969	0,9970	0,9971	0,9972	0,9973	0,9974
2,8	0,9974	0,9975	0,9976	0,9977	0,9977	0,9978	0,9979	0,9979	0,9980	0,9981
2,9	0,9981	0,9982	0,9982	0,9983	0,9984	0,9984	0,9985	0,9985	0,9986	0,9987
3,0	0,9987									

Навчальне видання

**Школа Ігор Миколайович
Вдовічен Анатолій Анатолійович,
Верстяк Оксана Миколаївна,
Соколюк Оксана Василівна**

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

Редактор Н. С. Савельєва
Комп'ютерна верстка С. О. Галамашевич

Підписано до друку 08.06.2015. Формат 60x84/16.
Папір офсетний. Гарнітура Verdana. Друк офсетний
Умов. друк. арк. _____. Тираж 500 прим. Зам. _____.

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготовлювачів
та розповсюджувачів книжкової продукції
серія ДК №617 від 02.10.2001 року

Видавничо-інформаційний центр «Місто»
Україна, 58022 м. Чернівці, вул. Головна, 173А;
тел./факс (0372) 58-53-12, тел.: 58-53-11
e-mail: mistopub@gmail.com

Друк: ПП Глібка С. Й. Тел. (0372) 58-54-54
58003 Чернівці, вул. Зелена, 5а