

О.І. ГУТОРОВ

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Харків – 2014

Міністерство аграрної політики та продовольства України
Харківський національний аграрний університет ім. В.В. Докучаєва

О.І. ГУТОРОВ

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

КУРС ЛЕКЦІЙ

Харків – 2014

УДК 658.012.32 : 339.341.1 (075.8)

Г 97

ББК У9(2)21297

Рекомендовано до друку вченою радою Харківського національного аграрного університету ім. В.В. Докучаєва (протокол № 2013 р.)

Рецензенти: Л.І. Михайлова, д-р екон. наук, професор, зав. кафедри менеджменту зовнішньоекономічної діяльності та євроінтеграції Сумського національного аграрного університету;
Д.В. Шиян, д-р екон. наук, професор кафедри економіки підприємства та менеджменту Харківського національного економічного університету.

Гуторов О.І.

Г 97 Інвестиційний менеджмент: курс лекцій / О.І. Гуторов / Харк. нац. аграр. ун-т. – Харків. – 2014. – 203 с.

У пропонованому курсі лекцій викладено теоретичні, методологічні та практичні питання формування й розвитку інвестиційного менеджменту. Наведені основні характеристики суб'єкта господарювання в системі інвестиційного менеджменту. Висвітлено питання управління реальними та фінансовими інвестиціями. Розглянуто стратегії підприємства, ринки об'єктів інвестування та визначення інвестиційної привабливості держави, галузей, регіонів та підприємства. Наведені основні аспекти формування інвестиційної політики підприємства в умовах невизначеності та ризиків, розкрито особливості управління інноваційними інвестиціями підприємства.

Для студентів і викладачів вищих навчальних закладів, а також фахівців усіх профілів, робота яких пов'язана з інвестиційною діяльністю.

ББК У9(2)21297

©Харківський національний
аграрний університет
ім. В.В. Докучаєва
©Гуторов О.І, 2014

ЗМІСТ

Вступ.....	7
ТЕМА 1. Сутність та задачі інвестиційного менеджменту.....	10
1.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства, форми їх здійснення.....	10
1.2. Поняття інвестиційної діяльності та її особливості.....	15
1.3. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємства.....	17
1.4. Сутність інвестиційного менеджменту, його місце в системі загального менеджменту підприємства.....	20
1.5. Мета, основні завдання і функції інвестиційного менеджменту.....	21
ТЕМА 2. Методичний інструментарій інвестиційного менеджменту	24
2.1. Система організаційного та інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту.....	24
2.2. Методичний інструментарій оцінки в інвестиційних розрахунках вартості грошей у часі.....	26
2.3. Методичний інструментарій врахування фактора інфляцій в інвестиційних розрахунках.....	27
2.4. Методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ризику.....	28
2.5. Методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ліквідності.....	33
2.6. Моделі формування та оцінки необхідного рівня доходу від інвестицій.....	35
ТЕМА 3. Оцінка і прогнозування розвитку інвестиційного ринку	36
3.1. Характеристика інвестиційного ринку та принципи його дослідження.....	36
3.2. Кон'юнктура інвестиційного ринку і методи її дослідження.....	39
3.3. Оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості галузей економіки.....	41
3.4. Оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості підприємства.....	42
ТЕМА 4. Інвестиційна стратегія підприємства.....	48
4.1. Інвестиційна стратегія підприємства та її роль у забезпеченні розвитку підприємства.....	48

4.2. Принципи і методи розробки інвестиційної стратегії підприємства.....	49
4.3. Формування стратегічних цілей підприємства.....	53
4.4. Прийняття стратегічних інвестиційних рішень: основні напрями і моделі.....	56
4.5. Критерії і методи оцінки результативності розробленої інвестиційної стратегії.....	62
ТЕМА 5. Управління інвестиційною діяльністю підприємства..	66
5.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства: класифікація, форми залучення.....	66
5.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства: основні завдання та етапи розробки.....	69
5.3. Сучасні методи фінансування інвестиційних проектів і програм підприємства.....	73
5.4. Вартість інвестиційних ресурсів: поняття і методи оцінки..	77
5.5. Розподіл коштів при фінансуванні інвестицій.....	77
ТЕМА 6. Управління реальними інвестиціями підприємства..	79
6.1. Форми реальних інвестицій, обґрунтування їх вибору.....	79
6.2. Управління реальними інвестиціями: зміст, порядок здійснення.....	80
6.3. Управління розробкою інвестиційних проектів. Бізнес-план реального інвестиційного проекту, методичні засади його розробки.....	81
6.4. Бюджет реального інвестиційного проекту та його види....	90
6.5. Контроль реалізації інвестиційного проекту, критерії її припинення та методичні підходи щодо оцінки ефективності реальних інвестицій.....	91
ТЕМА 7. Правила прийняття інвестиційних рішень.....	95
7.1. Методи обґрунтування відбору інвестиційних проектів за критеріями ефективності.....	95
7.2. Правила прийняття рішень з відбору незалежних та альтернативних інвестиційних проектів.....	96
7.3. Методичні підходи до обґрунтування рішень щодо заміни капітальних активів.....	104
7.4. Прийняття рішень щодо вибору і реалізації інвестиційних проектів в операційні активи в умовах невизначеності та ризику.....	105

ТЕМА 8. Формування програми реальних інвестицій підприємства	115
8.1. Поняття програми реальних інвестицій та принципи її формування.....	115
8.2. Методичні підходи до відбору реальних інвестиційних проектів.....	116
8.3. Способи реалізації інвестиційних проектів.....	119
8.4. Сутність та види інвестиційних договорів.....	121
8.5. Порядок проведення тендерних торгів.....	125
8.6. Проектно-кошторисна документація.....	129
ТЕМА 9. Особливості управління інноваційними інвестиціями підприємства.....	133
9.1. Поняття інновацій та їх види. Форми інноваційної діяльності.....	133
9.2. Інноваційний процес. Об'єкти інноваційної діяльності....	135
9.3. Суб'єкти інноваційної діяльності.....	136
9.4. Інтелектуальні інвестиції як різновид інновацій.....	138
9.5. Венчурне фінансування інноваційної діяльності.....	140
9.6. Управління інноваційними інвестиціями підприємства як інструмент реалізації інноваційної стратегії.....	142
9.7. Правила прийняття рішень при інноваційному інвестуванні.....	143
9.8. Особливості фінансування інноваційних інвестицій підприємства.....	146
ТЕМА 10. Управління фінансовими інвестиціями підприємства.....	149
10.1. Характеристика основних форм фінансових інвестицій підприємства, основні цілі та умови здійснення.....	149
10.2. Методичні засади управління фінансовими інвестиціями підприємства. Управління портфелем фінансових інвестицій.....	164
10.3. Принципи і методи оцінки інвестиційної привабливості фінансових інструментів.....	167
ТЕМА 11. Інвестиційні ризики, їх оцінка та мінімізація.....	173
11.1. Сутність та класифікація інвестиційних ризиків.....	173
11.2. Методи аналізу інвестиційних ризиків.....	175
10.3. Методи мінімізації інвестиційних ризиків.....	180
10.4. Управління інвестиційними ризиками.....	181
Термінологічний словник.....	184
Список рекомендованих джерел.....	201

ВСТУП

Проблеми інвестування постійно знаходяться в полі зору наукових досліджень. Це обумовлено тим, що інвестиційні ресурси дають можливість впроваджувати передові технології, новітню техніку, інноваційні форми організації праці та управління виробництвом. Нововведення, нові технології та організаційні рішення дають змогу підприємствам вийти з кризових ситуацій, забезпечити високу конкурентоспроможність продукції і підприємства.

Інвестиційна діяльність є одним з найбільш важливих аспектів функціонування будь-якої комерційної структури. Інвестиції торкаються глибинних основ господарської діяльності, визначаючи процес економічного зростання в цілому. Причинами, що зумовлюють необхідність інвестицій, є відновлення наявної матеріально-технічної бази, нарощування обсягів виробництва, освоєння нових видів діяльності.

При здійсненні інвестиційної діяльності підприємство постійно зіштовхується з завданням вибору інвестиційного рішення. Ухвалення вірного інвестиційного рішення неможливе без врахування таких факторів: вид інвестиції, вартість інвестиційного проекту, множинність доступних проектів, обмеженість фінансових ресурсів, ризик, пов'язаний з прийняттям інвестиційного рішення.

У зв'язку з цим, інвестиційна діяльність суб'єктів господарювання вимагає глибоких знань теорії та практики у сфері обґрунтування інвестиційних рішень, виборі напрямів та форм інвестування.

Головною метою дисципліни «Інвестиційний менеджмент» є формування у студентів сучасного економічного мислення та системи спеціальних знань у галузі управління інвестиційною діяльністю підприємств, відповідних компетенцій на основі засвоєння основних теоретичних положень та опанування необхідними практичними навичками, що дозволяють ефективно здійснювати цю діяльність на підприємстві.

Завданням вивчення дисципліни є теоретична та практична підготовка студентів з питань: економічної сутності та форм інвестицій підприємств; сутність, функції та методичний інструментарій інвестиційного менеджменту; сучасні методи оцінки та прогнозування інвестиційного ризику; розробка інвестиційної стратегії підприємства; визначення основних

підходів до формування інвестиційних рішень з вибору напрямів та інструментів інвестування; правила прийняття рішень відносно реальних інвестиційних проектів підприємства; методи оцінки ефективності, ризиків, ліквідності окремих реальних проектів та фінансових інструментів; формування інвестиційної програми та інвестиційного портфеля підприємства, їх оцінка та оптимізація; оперативне управління інвестиційною програмою та інвестиційним портфелем підприємства.

У результаті вивчення навчальної дисципліни студент повинен:

знати – економічну сутність та форми інвестицій; правове регулювання інвестиційної діяльності; цілі та задачі інвестиційного менеджменту; принципи розробки інвестиційної стратегії; методичний інструментарій інвестиційного менеджменту; методи оцінки ефективності реальних інвестицій; моделі оцінки окремих інструментів фондового ринку; особливості формування та оцінки портфеля реальних інвестиційних проектів; особливості формування та оцінки портфеля цінних паперів.

вміти – формулювати цілі інвестиційної діяльності підприємства; формувати систему організаційного та інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту на підприємстві, здійснювати інвестиційний аналіз та планування інвестиційної діяльності, забезпечувати контроль за основними формами та напрямками інвестиційної діяльності підприємства; застосовувати основні методи прогнозування інвестиційного ринку; розробляти бізнес-плани реальних інвестиційних проектів, обґрунтовувати інвестиційну програму; здійснювати оцінку фінансових інвестицій та формувати інвестиційний портфель підприємства; проводити оцінку інвестиційних ризиків, обґрунтовувати методи їх мінімізації.

Курс лекцій з дисципліни «Інвестиційний менеджмент» призначений для студентів спеціальності 7.03060101 "Менеджмент організацій і адміністрування" (в сільському господарстві) і 8.03060101 "Менеджмент організацій і адміністрування" (в сільському господарстві) денної та заочної форм навчання. Сучасні тенденції навчання у вищому навчальному закладі передбачають зменшення частки аудиторного часу за рахунок застосування новітніх технологій навчання з акцентом на самостійну роботу студентів. Саме з цією метою методична розробка, з одного боку, забезпечить більш інтенсивне використання лекційного часу та

візуальне супроводження лекцій, з іншого - надасть допомогу та систематизує самостійну роботу студентів з вивчення навчального матеріалу. Матеріал, наведений в конспекті лекцій, також рекомендується використовувати під час підготовки до модульного та підсумкового контролів знань з цієї дисципліни.

Курс лекцій складено згідно з програмою та робочою програмою дисципліни «Інвестиційний менеджмент». Теоретичний матеріал наводиться стисло, здебільшого у вигляді визначень базових понять, схем і таблиць. Це дозволяє акцентувати увагу на базових поняттях та найбільш важливих питаннях, що сприяє швидкому і міцному засвоєнню матеріалу.

ТЕМА 1. Сутність та задачі інвестиційного менеджменту

План

1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства, форми їх здійснення.
2. Поняття інвестиційної діяльності та її особливості.
3. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємства.
4. Сутність інвестиційного менеджменту, його місце в системі загального менеджменту підприємства.
5. Мета, основні завдання і функції інвестиційного менеджменту.

1.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства, форми їх здійснення

Управління інвестиціями (інвестиційний менеджмент) – процес управління усіма аспектами інвестиційної діяльності. Взагалі управління інвестиціями розглядається на рівні держави, на рівні підприємства та окремих інвестиційних проектів. Воно включає:

1) управління інвестиційною діяльністю в державних масштабах, що передбачає регулювання, контроль, стимулювання та підтримку інвестиційної діяльності законодавчо регламентованими методами;

2) управління окремими інвестиційними проектами, що включають діяльність з планування, організації, координації, мотивації та контролю на протязі життєвого циклу проекту шляхом використання системи сучасних методів та техніки управління. Ця система має ціль забезпечити найбільш ефективну реалізацію визначених у проекті результатів за складом та обсягом робіт, вартості, якості та відповідності до інтересів учасників інвестиційного проекту;

3) управління інвестиційною діяльністю окремого господарюючого суб'єкту – підприємства – передбачає управління інвестиційним портфелем підприємства (формування, моніторинг, оцінка якості, реінвестування та ін.), управління оборотним капіталом (короткострокові інвестиції) і ін.

Основна мета інвестиційного менеджменту – забезпечення найбільш ефективних шляхів реалізації інвестиційної стратегії

держави. На рівні держави функції управління інвестиціями наведені в *таблиці 1.1*).

У процесі реалізації основної мети інвестиційний менеджмент на рівні держави, суб'єктів України, регіонів має забезпечувати:

- 1) високі темпи економічного зростання країни (суб'єктів України та АР Крим, регіонів й ін.) за рахунок ефективної інвестиційної діяльності;
- 2) мінімізацію інвестиційних ризиків.

Таблиця 1.1

Функції інвестиційного менеджменту на рівні держави

№	Найменування
1	Аналіз та прогнозування розвитку інвестиційного ринку з урахуванням його кон'юнктури та загальнодержавних потреб у результатах
2	Розробка стратегічних напрямків інвестиційної політики з урахуванням цільових напрямків розвитку країни (суб'єкта України, регіону та ін.)
3	Законодавча діяльність щодо стимулювання, регулювання, підтримки та контролю інвестиційної діяльності
4	Моніторинг інвестиційної діяльності та реалізація конкретних заходів щодо її регулювання на усіх рівнях (держава - галузь - регіон - підприємство - проект), підтримка та фінансування окремих

Таблиця 1.2

Сутність інвестицій

ІНВЕСТИЦІЇ	Це цілеспрямоване зв'язування на досить тривалий термін фінансових коштів у матеріальних і нематеріальних об'єктах з наміром використовувати ці об'єкти для досягнення індивідуальних цільових настанов (Ю.Блех, У. Гетце)
	Це обмін певної нинішньої вартості на можливо невизначену майбутню вартість (Л. Мертенс)
	Це вкладення всіх видів майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкт підприємницької, інших видів діяльності з метою отримання доходу (прибутку), або досягнення соціального ефекту
	Це вкладення капіталу у всіх його формах в різні об'єкти (інструменти) його господарської діяльності з метою отримання прибутку, а також досягнення іншого економічного чи позаекономічного ефекту, здійснення якого базується на ринкових принципах і зв'язано з факторами часу, ризику і ліквідності (І.О. Бланк)

Місце інвестицій в складній економічній системі «підприємство» можна представити наступним чином (рис. 1.1).

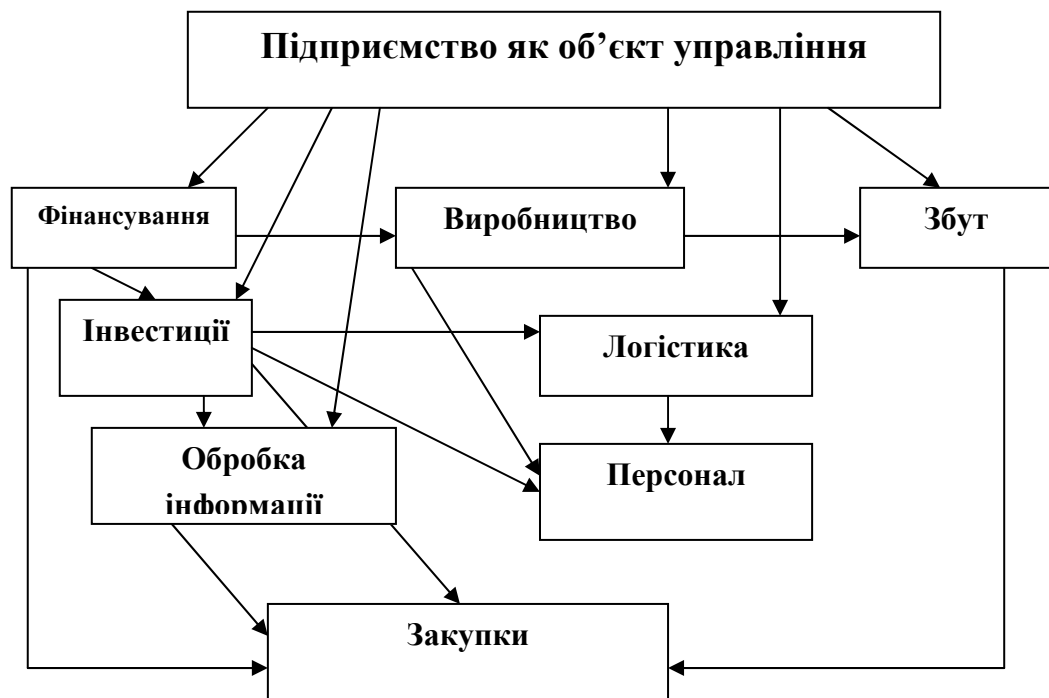


Рис. 1.1. Місце інвестицій в економічній системі «підприємство»

В розрізі сутнісних характеристик інвестиції підприємства як об'єкт управління представляються таким чином (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Сутнісна характеристика інвестицій підприємства

Рознесення в часі процесів вкладання інвестиційного капіталу і отримання віддачі обумовлює різні форми перебігу інвестиційного процесу.

1. Послідовне протікання: отримання доходу (прибутку) відбувається відразу після завершення інвестування.

2. Паралельне протікання: здійснені етапи інвестування дозволяють отримувати очікуваний ефект паралельно з інвестиційним процесом.

3. Інтервальне протікання: між періодом завершення інвестицій та отримання очікуваного ефекту від них проходить певний час.

У системі забезпечення ефективного функціонування підприємства інвестиції відіграють важливу роль. Вони є:

- 1) головне джерело формування виробничого та ресурсного потенціалу;
- 2) основний механізм реалізації стратегічних цілей економічного розвитку;
- 3) головний механізм оптимізації структури активів;
- 4) основний фактор формування довгострокової структури капіталу;
- 5) найважливіша умова забезпечення зростання ринкової вартості підприємства;
- 6) основний механізм забезпечення простого і розширеного відтворення основних засобів і нематеріальних активів;
- 7) головний інструмент реалізації інноваційної політики (впровадження результатів технологічного прогресу);
- 8) один із дієвих механізмів вирішення завдань соціального розвитку підприємства.

Інвестиційний менеджмент сформувався як самостійна галузь знань у зв'язку з інтенсивним розвитком досліджень та накопичення відповідного досвіду у сфері портфельного інвестування. З формування портфельної теорії пов'язано виникнення і самого терміну «інвестиційний менеджмент», під яким спочатку розумілася система управління фінансовими інвестиціями підприємства, а пізніше до інвестиційного менеджменту включено і питання реального інвестування; В наш час інвестиційний менеджмент є однією з областей знань, як найбільш динамічно та постійно розвивається, доповнюється новими дослідженнями щодо проблем у цій сфері.

Інвестиційна активність підприємства формується на основі визначення моделі власної інвестиційної поведінки в ринковому середовищі, яка, в свою чергу, характеризує теоретичну концепцію системи мотивації суб'єктів господарювання до здійснення інвестиційної діяльності на всіх її етапах і у всіх її формах.

З метою ведення обліку, аналізу і планування інвестиції класифікують за окремими ознаками.

1. *За об'єктами вкладення коштів (майна).* Виділяють реальні та фінансові інвестиції.

Реальні інвестиції – це вкладення коштів у реальні активи як матеріальні (будівлі, споруди, товарно-матеріальні цінності), так і нематеріальні (патенти, ліцензії, “ноу-хау”, техніка, науково-практична, технологічна та інша документація).

Фінансові інвестиції – вкладення коштів у різні фінансові інструменти (фондові цінні папери, цільові банківські вкладення, депозити, паї і т. д.).

2. *За характером участі в інвестиційному процесі.* Виділяють прямі та непрямі інвестиції.

Прямі інвестиції – характеризуються безпосередньою участю інвестора у виборі об'єктів інвестування і вкладенні коштів (здійснюється у формі кредиту без інвестиційних посередників з метою оволодіння контрольним пакетом акцій компанії).

Непрямі інвестиції – під ними розуміють інвестування, опосередковане третіми особами (інвестиційними або фінансовими посередниками).

3. *За формами власності інвесторів.* Розрізняють державні, приватні, іноземні та спільні інвестиції.

Державні інвестиції – це вкладення, які здійснюють центральні і місцеві органи влади та управління за рахунок коштів бюджетів, позабюджетних фондів і залучених коштів.

Приватні інвестиції – вкладення коштів громадянами, а також підприємствами недержавних форм власності.

Спільні інвестиції – вкладення, що здійснюються суб'єктами даної країни та іноземних держав, а також інвестиції підприємств за участю іноземних інвесторів.

Іноземні інвестиції – вкладення, які здійснюються іноземними громадянами, юридичними особами та державами.

4. *За періодом інвестування.* Виділяють короткострокові та довгострокові інвестиції.

Короткострокові інвестиції – це вкладення капіталу на період, що не перевищує одного року.

Довгострокові інвестиції – вкладення капіталу на період більше одного року. Довгострокові інвестиції деталізуються таким чином: а) до двох років; б) від двох до трьох років; в) від трьох до п'яти років; г) більше п'яти років.

5. *За регіональною ознакою.* Виділяють інвестиції внутрішні та зовнішні.

Внутрішні інвестиції – вкладення коштів в об'єкти інвестування, розташовані в територіальних межах даної країни.

Зовнішні інвестиції – вкладення коштів в об'єкти інвестування, розташовані за межами даної країни.

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

1.2. Поняття інвестиційної діяльності та її особливості

Інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави, спрямованих на реалізацію інвестиційних програм з метою отримання доходу або прибутку. Загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності в Україні зафіксовані в Законі “Про інвестиційну діяльність”: органи влади не мають права втручатися в інвестиційну діяльність юридичних та фізичних осіб, якщо вона не суперечить діючому законодавству; добровільний характер інвестування; економічна захищеність інвестицій з боку держави; свобода вибору критеріїв інвестиційної діяльності.

Інвестиційна діяльність підприємства - цілеспрямований процес пошуку необхідних інвестиційних ресурсів, вибору ефективних об'єктів, інструментів інвестування, формування збалансованої за обраними параметрами інвестиційної програми (інвестиційний портфель) і забезпечення її реалізації.

Інвестиційна діяльність може відбуватися у формі:

– *приватного інвестування*, яке здійснюється громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями і релігійними організаціями;

- *державного інвестування*, яке фінансується з державного, місцевих бюджетів і державними підприємствами;
- *іноземного інвестування* – позикові та кредитні ресурси міжнародних інвестиційних інститутів, зарубіжних корпорацій, спільних підприємств;
- *спільного інвестування* – кошти і цінності громадян, юридичних осіб України та іноземних держав.

Здійснюючи інвестиційну діяльність, підприємство виступає як інвестор.

Інвестор – це суб'єкт інвестиційної діяльності, який приймає рішення про вкладення власних, позикових або залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування.

Учасники інвестиційної діяльності – громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора.

Суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути громадяни і юридичні особи України та іноземних країн, а також держава в особі уряду.

Як передбачено законодавством, інвестори можуть виступати в якості: а) покупців (якщо вони купують страхові поліси, ощадні сертифікати комерційних банків і т. д.); б) продавців; в) замовників (під час укладання договору-підряду на будівництво); г) кредиторів. Інвесторам надається широке коло повноважень відповідно до їх економічної самостійності. Це, перш за все, визначення цілей, спрямованості, видів та обсягів інвестицій, визначення складу інших учасників інвестиційної діяльності.

Об'єктом інвестиційної діяльності є майно в різних формах, на яке витрачено інвестиції та яке використовується для отримання прибутку: основні та оборотні кошти, цінні папери, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, майнові права.

Суб'єкти інвестиційної діяльності реалізують власні економічні інтереси, вступаючи в певні взаємовідносини на інвестиційних ринках. Ці ринки регулюють процес обміну інвестиціями та інвестиційними об'єктами.

1.3. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємства

Держава виступає в ролі інвестора за таких умов: бере на себе функції інвестора тих галузей економіки і виробництв, продукція яких має загальнонаціональний характер і відповідно до законодавства може вироблятися на державних підприємствах; фінансування тих галузей і виробництв, де держава є замовником та споживачем продукції; функції інвестора в соціальній сфері, особливо при фінансуванні інфраструктури сільських населених пунктів; держава тимчасово може інвестувати ті виробництва, де спостерігається їх спад (агрегати, вузли, запасні частини, які споживаються вітчизняними підприємствами); держава може інвестувати розвиток виробництв, доцільність яких обґрунтовується ринковою кон'юнктурою.

Залежно від стану економіки використовуються різні концепції державного регулювання (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Державне регулювання інвестиційної діяльності

Державне регулювання інвестиційної діяльності підпорядковується:	відповідно до державних інвестиційних програм
	прямим управлінням державними інвестиціями
	введенням системи податків з диференціюванням податкових ставок і пільг
	наданням фінансової допомоги у формі субсидій, субвенцій, бюджетних позик на розвиток певних територій, галузей, виробництв
	проведенням зваженої фінансової (у т.ч. амортизаційної), цінової, а також кредитної політики
	контролем за дотриманням державних норм і стандартів
	антимонопольними заходами, приватизацією об'єктів державної власності
	експертизою інвестиційних проектів

Формами опосередкованого впливу держави на інвестиційний процес є: державне кредитування; державні позики; роздержавлення та приватизація; податкове регулювання; амортизаційна політика; державний лізинг; ліцензування і квотування; антимонопольні заходи; стандартизація.

Захист національного інвестиційного ринку називається **протекціонізмом**, який здійснюється за допомогою: високих митних зборів на товари, що імпортуються; податків на іноземні

інвестиції; обмеження або заборони ввозу окремих товарів; заохочення розвитку національного товаровиробника; субсидювання національного інвестора.

Інвестиційний клімат держави – це сукупність політичних, правових, економічних і соціальних умов, що забезпечують і сприяють інвестиційній діяльності вітчизняних та зарубіжних інвесторів.

Забезпечення сприятливого клімату, інвестиційної привабливості окремих галузей чи регіонів здійснюється через: податкові пільги чи канікули; пільгові кредити; державні субсидії; заохочення для створення підприємств з іноземними інвестиціями, міжнародних концернів і консорціумів, вільних (офшорних) зон.

Виділяють ряд факторів формування інвестиційного клімату в країні (рис. 1.3).

Інвестиційний клімат	Політична воля адміністрації	Створення загальних умов для притоку інвестицій
		Валютне регулювання
		Досягнення стійкості національної валюти
		Забезпечення інвестиційного рейтингу
	Правове поле	Законодавство в інвестиційній діяльності
		Регулювання зовнішньоекономічної діяльності
		Створення земельного законодавства
		Законодавство про підприємництво
	Інвестиційна активність населення	Виконання державної програми приватизації
		Зміна структури форм власності
		Мотивація фізичних і юридичних осіб
		Шоло процесів приватизації
	Статус іноземного інвестора	Режим іноземного інвестування
		Умови реєстрації іноземних інвесторів підприємств
		Наявність вільних економічних і фінансових зон
	Стан фінансово-кредитної системи	Інвестиційна діяльність банків, її рівень
		Діяльність банків як інвесторів
		Рівень розвитку і функціонування банківської системи
	Рівень розвитку продуктивних	Структура виробничого потенціалу
		Інвестиційна привабливість регіонів і галузей
		Інвестиційна діяльність міжгалузевих корпорацій
	Рівень розвитку інвестиційної	Рівень розвитку будівельного комплексу
		Система матеріально-технічного забезпечення інвестицій

Рис. 1.3. Фактори формування інвестиційного клімату

Державне регулювання інвестиційної діяльності доповнює механізм її ринкового саморегулювання, посилюючи або послаблюючи вплив окремих факторів (рис. 1.4).



Рис. 1.4. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств

1.4. Сутність інвестиційного менеджменту, його місце в системі загального менеджменту підприємства

Інвестиційний менеджмент – процес управління всіма аспектами інвестиційної діяльності підприємства; система принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних зі здійсненням різних аспектів інвестиційної діяльності підприємства.

Інвестиційний менеджмент органічно входить до загальної системи управління підприємством. Інвестиційний менеджмент розглядався як:

- на початковому етапі (до 50 років XX сторіччя) – один з відокремлених напрямків системи фінансового менеджменту як “довгострокові фінансові рішення”;
- на другому етапі (у 50 роках XX сторіччя) – система управління фінансовими інвестиціями підприємства;
- на останньому етапі – система принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень щодо здійснення інвестицій у реальній, фінансовій та інших сферах підприємства.



Рис. 1.5. Система управління інвестиційною діяльністю

Принципи інвестиційного менеджменту

1. Орієнтування на стратегічні цілі розвитку підприємства.
2. Інтегрованість у загальну систему управління підприємством.
3. Комплексний характер розроблених інвестиційних рішень.
4. Високий динамізм формування інвестиційних рішень.
5. Багатоваріантність підходів до формування інвестиційних рішень.

1.5. Мета, основні завдання і функції інвестиційного менеджменту

Основна мета інвестиційної менеджменту: максимізація добробуту акціонерів (власників) за умови забезпечення оптимальних темпів економічного зростання підприємства на окремих етапах його життєвого циклу, що забезпечується шляхом максимізації його ринкової вартості.

У процесі реалізації основної мети **інвестиційний менеджмент спрямований на вирішення наступних завдань:**

- забезпечення високих темпів розвитку підприємства завдяки ефективній інвестиційній діяльності;
- забезпечення максимізації інвестиційного доходу у передбаченому рівні інвестиційного ризику;
- забезпечення мінімізації інвестиційного ризику у передбаченому рівні інвестиційного доходу;
- забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності;
- пошук шляхів прискорення реалізації діючих інвестиційних програм підприємства.

Основні функції інвестиційного менеджменту

- 1). Функції інвестиційного менеджменту як системи, що управляє:*
- розробка інвестиційної стратегії;
 - створення організаційної структури, що забезпечує прийняття і реалізацію управлінських рішень по всіх аспектах;
 - формування інформаційних систем обґрунтування і прийняття інвестиційних рішень;
 - здійснення аналізу показників інвестиційної діяльності;
 - здійснення планування інвестиційної діяльності по основних її напрямках;
 - розробка системи стимулювання реалізації прийнятих інвестиційних рішень;

- здійснення контролю реалізації прийнятих інвестиційних рішень.
- 2). *Функції інвестиційного менеджменту, як спеціалізованої системи управління:*
- управління реальними інвестиціями;
 - управління фінансовими інвестиціями;
 - управління формуванням інвестиційних ресурсів;
 - управління грошовими потоками від інвестиційної діяльності.

Таблиця 1.4

Система основних завдань управління інвестиціями

Головна ціль управління інвестиційною діяльністю	Основні задачі управління інвестиційною діяльністю, що спрямовані на реалізацію його головної цілі
Забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному і перспективному періоді	1. Забезпечення достатньої інвестиційної підтримки високих темпів розвитку операційної діяльності підприємства.
	2. Забезпечення максимальної доходності (прибутковості) окремих реальних і фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства в цілому при встановленому рівні інвестиційного ризику
	3. Забезпечення мінімізації інвестиційного ризику по окремих реальних і фінансових інвестиціях та по інвестиційній діяльності підприємства в цілому при встановленому рівні їхньої доходності (прибутковості)
	4. Забезпечення максимальної ліквідності інвестицій і можливостей швидкого реінвестування капіталу при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення інвестиційної діяльності
	5. Забезпечення формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів в оптимальній структурі відповідно до прогнозованих обсягів інвестиційної діяльності
	6. Забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності
	7. Пошук шляхів прискорення реалізації діючої інвестиційної програми підприємства

Відповідно до моделі прийняття рішення та основних функцій інвестиційний менеджер повинен функціонально їх наповнювати конкретними діями і процедурами (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Функції інвестиційного менеджменту як спеціальної сфери управління підприємством

Питання для перевірки рівня засвоєних знань

1. Зміст та функції управління інвестиційної діяльності.
2. Функції інвестиційного менеджменту на рівні держави.
3. Основні складові управління підприємством та їх характеристика.
4. Основні принципи реалізації управління інвестиційною діяльністю підприємства.
5. Підходи щодо визначення головної мети інвестиційної діяльності.
6. Основні задачі щодо реалізації основної мети інвестиційної діяльності.
7. Функції інвестиційного менеджменту підприємства.

ТЕМА 2. Методичний інструментарій інвестиційного менеджменту

План

1. Система організаційного та інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту
2. Методичний інструментарій оцінки в інвестиційних розрахунках вартості грошей у часі
3. Методичний інструментарій врахування фактора інфляцій в інвестиційних розрахунках
4. Методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ризику
5. Методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ліквідності
6. Моделі формування та оцінки необхідного рівня доходу від інвестицій

2.1. Система організаційного та інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту

Система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту:

- одна із систем, що входить до організаційної структури управління підприємством;
- є сукупністю взаємозв'язаних внутрішніх структурних складових (служб, підрозділів), що забезпечують розробку і прийняття управлінських рішень по різних аспектах інвестиційної діяльності і несуть відповідальність за результати цих рішень.

«Центр інвестицій» – це одна з форм „центрів відповідальності” підприємства; структурний підрозділ підприємства, керівник якого несе повну відповідальність за використання виділених йому інвестиційних ресурсів та отримання запланованого інвестиційного доходу.

Підходи до побудови центрів управління інвестиційною діяльністю підприємства: за *ієрархічним принципом*: лінійна структура; лінійно-функціональна структура; дивізійна структура; за *принципом органічності*: проектна структура; матрична структура.

Основні етапи формування «центрів інвестицій»

1. Визначення потреби у формуванні спеціалізованих підрозділів

підприємства. 2. Визначення системи прав, обов'язків і міри відповідальності їх керівників. 3. Розробка системи стимулювання керівників структурних підрозділів. 4. Розробка системи форм відповідальності керівників структурних підрозділів за невиконання встановлених завдань. 5. Розробка і доведення «центром інвестицій» планових (нормативних) завдань зі здійснення інвестиційної діяльності. 6. Забезпечення контролінгу виконання «центрами інвестицій» встановлених завдань.

Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту на підприємстві є процесом цілеспрямованого створення масиву відповідних інформативних матеріалів з метою використання при обґрунтуванні підстав та управлінських рішень по всіх аспектах інвестиційної діяльності (рис. 2.1).

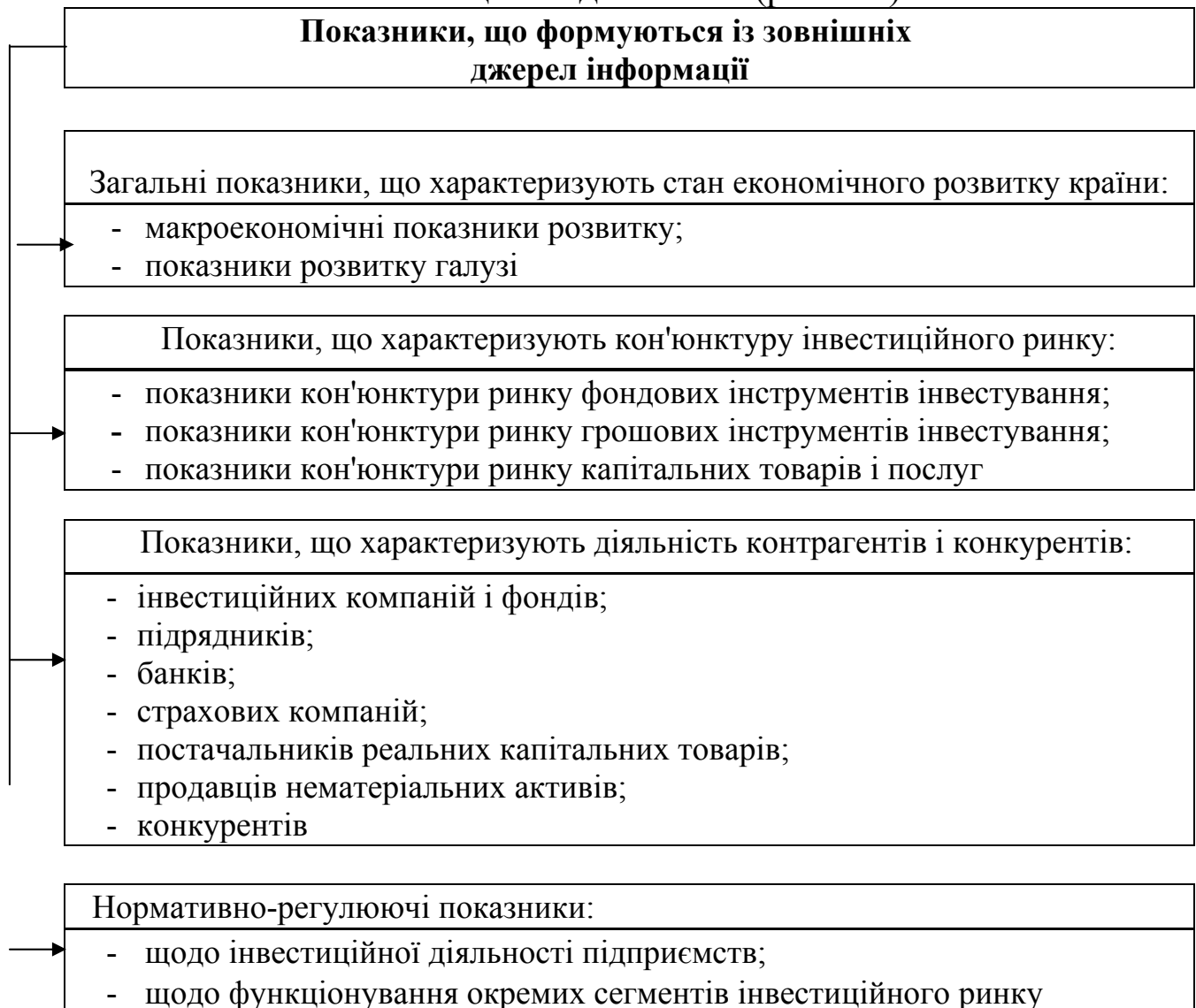


Рис. 2.1. Система показників інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту, що формуються із зовнішніх джерел

Інформаційна база інвестиційного менеджменту – це складова частина інформаційної бази управління підприємством; система цілеспрямовано сформованих відповідних показників для використання в процесі прийняття та реалізації управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності підприємства.

2.2. Методичний інструментарій оцінки в інвестиційних розрахунках вартості грошей у часі

Інвестиційне рішення передбачає відмову від поточного споживання заради отримання в майбутньому додаткового споживання і базується на здатності оцінити можливість отримання цього додаткового споживання через особисто визначену норму надання переваги у часі та оцінку впливу ринку капіталів.

Оптимізуючи розподіл споживання матеріальних благ в часі інвестор оцінює чисті грошові потоки від інвестицій за майбутньою (FV) і за теперішньою (PV) вартістю за схемою складного проценту. Це відповідає особливостям інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання.

Майбутня вартість грошей (FV) враховує вкладені кошти у вигляді інвестиційного капіталу та їх приріст, що забезпечується інвестиційним вибором і називається операцією *нарощування*.

Майбутня вартість однієї грошової одиниці інвестиційного грошового потоку розраховується за формулою:

$$FV = (1+r)^n, \quad (2.1)$$

де r – ставка нарощування; n – кількість періодів протікання інвестиційного процесу.

Зворотна нарощуванню операція – визначення поточної вартості грошей – називається *дисконтуванням*.

Теперішня вартість однієї грошової одиниці інвестиційного грошового потоку розраховується за формулою:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n}, \quad (2.2)$$

де r – ставка нарощування.

У разі наявності послідовності грошових потоків від інвестицій однакових за величиною і по одному в кожному періоді використовується інструментарій розрахунку анuitету як за

майбутньою, так і за теперішньою вартістю.

Якщо перший платіж за ануїтетом відбувається в кінці кожного періоду – це *звичайний ануїтет (постнумерандо)*. Якщо платіж здійснюється на початку кожного періоду – це *авансовий ануїтет (пренумерандо)*.

Ефективна ставка ($r_{\text{еф}}$) відбиває середньорічне значення при нарахуванні за схемою складного відсотка в періодах, що складають в сумі номінальний:

$$r_{\text{еф}} = (1+i/m)^m - 1, \quad (2.3)$$

де i - номінальна процентна ставка; m – період нарахування.

2.3. Методичний інструментарій врахування фактора інфляцій в інвестиційних розрахунках

Принципи інвестиційних розрахунків з урахуванням інфляції такі ж, як і у разі, коли ризиком інфляції можна нехтувати. **Інфляція** – це зростання середнього рівня цін. **Дефляція** – падіння середнього рівня цін.

При оцінці інвестиційних рішень необхідно враховувати не лише можливі наслідки інфляції, але й довгострокові тенденції зміни цін на продукцію, що випускається, і на поточні статті витрат.

Прийнято розрізняти грошові потоки в грошових одиницях (**номінальні**) і виражені в термінах купівельної спроможності (**реальні**). При інвестиційних розрахунках можна використовувати і ті та інші за умови забезпечення достатньої точності в їх визначенні.

Темп інфляції – показник зниження купівельної спроможності грошей в певному періоді, що розраховується приростом середнього рівня цін в процентах до номіналу на початок періоду. **Індекс інфляції** – показник загального зростання рівня цін в періоді, що визначається через суму базового їх рівня на початок періоду і темпу інфляції в цьому ж періоді.

Таблиця 2.1

Основний методичний інструментарій здійснення інвестиційних розрахунків в умовах інфляції

Показник	Алгоритм розрахунку	Значення символів у формулі
Реальна ставка процента	$r_p = \frac{(i - j)}{(1 + j)}$	<i>i</i> - номінальна ставка процента; <i>j</i> – темп інфляції
Майбутня вартість грошей з урахуванням фактора інфляції	$FV_i = PV [(1 + r_p) * (1 + j)]^n$	<i>PV</i> - теперішня вартість грошей
Теперішня вартість грошей з урахуванням фактора інфляції	$PV_i = \frac{FV_i}{[(1 + r_p) * (1 + j)]^n}$	<i>FVi</i> – майбутня вартість грошей
Розмір премії за інфляцію	$P_{pi} = PV_i * j$	
Необхідний рівень доходності, інвестиційних операцій з урахуванням фактора інфляції	$P_{DHi} = \frac{D_H}{D_p} - 1$	<i>D_H</i> – необхідний рівень доходності інвестиційних операцій з урахуванням фактора інфляції; <i>D_p</i> – необхідна реальна сума доходу

Премія за інфляцію – розмір додаткового доходу інвестора, що має відшкодувати його витрати від знецінення грошей у зв'язку з інфляцією.

2.4. Методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ризику

Під інвестиційним ризиком розуміється імовірність виникнення непередбачених фінансових втрат (зниження прибутку, доходів, втрати капіталу тощо) в ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності.

Таблиця 2.2

Інвестиційні ризики підприємства

1	За видами і сферами проявлення	- Економічний, соціальний, економічний, політичний, інші види
2	За формами інвестування	- Реального інвестування. - Фінансового інвестування.
3	За об'єктом, що характеризується	- Ризик окремої інвестиційної операції. - Ризик окремих видів інвестиційної діяльності. - Ризик інвестиційної діяльності в цілому.
4	За сукупністю інструментів, що досліджуються	- Індивідуальний ризик інструментів інвестування. - Ризик інвестиційної сукупності.
5	За джерелами виникнення	- Внутрішній (несистематичний). - Зовнішній (систематичний).
6	За фінансовими наслідками	- Ризик, що спричиняє лише прямі економічні втрати (чистий ризик). - Ризик, що спричиняє втрачену вигоду. - Ризик, що спричиняє як економічні втрати, так і додаткові доходи .
7	За характером проявлення в часі	- Постійний. - Тимчасовий.
8	За рівнем імовірності настання ризикової події	- З низьким рівнем. - З середнім рівнем. - З високим рівнем. - З рівнем, який неможливо визначити
9	За рівнем фінансових втрат	- Допустимий. - Критичний. - Катастрофічний.
10	За можливістю передбачення	- Ризик, що прогнозується. - Ризик, який не прогнозується.
11	За можливостями страхування	- Ризик, що страхується. - Ризик, який не страхується.



Рис. 2.3. Методичні підходи до врахування фактора ризику при формуванні інвестиційних рішень

Ризик, зв'язаний з інвестиційним проектом, при оцінці та відборі проектів розглядається як можливі розсіяння результатів відносно їх середнього значення (математичного очікування).

Таблиця 2.3

Основні показники оцінки рівня ризику, що визначаються за економіко-статистичними методами

Показник	Алгоритм розрахунку	Значення символів у формулі
1	2	3
Рівень інвестиційного ризику	$PP = IP * PB$	IP - імовірність настання певного виходу інвестиційного рішення; PB - розмір можливих фінансових втрат при настанні ризикової події за інвестиційним рішенням

1	2	3
Середнє значення виходу (математичне очікування) за розподілом імовірностей	$\bar{K} = \sum_{i=1}^n K_i * P_i$	K_i - можливий i -й вихід; P_i - імовірність настання i -го виходу; $i, \dots, n$ - порядок виходів
Дисперсія за наведеним розподілом імовірностей настання виходів за інвестиційним рішенням	$\sigma^2(v) = \sum_{i=1}^n (K_i - \bar{K})^2 * P_i$	
Середньоквадратичне відхилення за наведеним розподілом імовірностей настання виходів за інвестиційним рішенням	$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (K_i - \bar{K})^2 * P_i}$	
Напівдисперсія за наведеним розподілом імовірностей настання виходів за інвестиційним рішенням	$SV = \sum_{i=1}^m (K_i - \bar{K})^2 * P_i$	m – кількість виходів, що мають значення нижче середнього
Коефіцієнт варіації за наведеним розподілом імовірностей настання виходів за інвестиційним рішенням	$CV = \frac{\sigma}{\bar{K}}$	
Дохідність інвестиційної сукупності	$\bar{K} = \sum_{i=1}^n X_i * K_i$	X_i – доля i -го інструменту; K_i - дохідність i -го інструменту; $i, \dots, n$ – кількість інструментів та інвестиційної сукупності

1	2	3
Середньоквадратичне відхилення за розподілом імовірності настання результатів по інвестиційній сукупності	$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (K_{ci} - \overline{K_{ic}})^2 * P_i}$	K_{ci} – дохідність інвестиційної сукупності при i -му стані економіки; K_{ic} – середнє значення доходу інвестиційної сукупності за розподілом імовірності настання результатів; P_i – імовірність настання виходу при i -му стані економіки; $i, \dots, n$ – кількість станів економіки
Парна коваріація доходностей інструментів А і В в інвестиційній сукупності	$COV(A,B) = \sum_{i=1}^n (K_{Ai} - \overline{K_A}) * (K_{Bi} - \overline{K_B}) * P_i$	K_A, K_B – дохідність інструментів інвестування при i -му стані економіки; $\overline{K_A}, \overline{K_B}$ – середнє значення доходностей інструментів за наведеним розподілом імовірностей виходів при різних станах економіки
Коефіцієнт кореляції доходностей інструментів інвестування А і В	$r_{A,B} = \frac{COV(A,B)}{\sigma_A * \sigma_B}$	σ_A, σ_B – середньоквадратичне відхилення по наведеному розподілу імовірностей настання виходів за інвестиційним рішенням по інструментах А і В при різних станах економіки
Необхідний рівень дохідності інструменту інвестування i -го	$K_{IH} = K_{RF} + (K_m - K_{RF}) * \beta_i$	K_{RF} – рівень дохідності по безризикових вкладеннях; K_m – рівень середньої ринкової дохідності по вкладеннях; β_i – коефіцієнт, що характеризує мінливість дохідності інструменту інвестування відносно середньої дохідності по ринку цінних паперів

2.5. Методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ліквідності

Ліквідність інвестицій: спроможність конкретного інструменту інвестування бути конвертованим на грошову форму без суттєвих фінансових втрат.



Рис. 2.4. Методичні підходи до врахування фактора ліквідності при обґрунтуванні інвестиційних рішень

Основними критеріями оцінки рівня ліквідності інструментів інвестування є час конверсії і розмір фінансових втрат, пов'язаних з конверсією. Час конверсії і рівні фінансових втрат у зв'язку з конвертацією інвестицій знаходяться в зворотній залежності. Чим нижчий рівень ліквідності інвестицій, тим вище за інших рівних умов має бути розмір додаткового прибутку від інвестицій (премія за ліквідність).

Таблиці 2.5

**Основні показники оцінки впливу рівня ліквідності
інвестицій при обґрунтуванні інвестиційних рішень**

Показник	Алгоритм розрахунку	Значення символів у формулі
Абсолютний показник ліквідності інвестицій	$ОП_{\text{л}} = ПК_{\text{в}} - ПК_{\text{а}}$	ПК _в – можливий період конверсії інструмента інвестування на грошові кошти (дні); ПК _а – технічний період конверсії інструменту інвестування з абсолютною ліквідністю, який приймається, як правило, за 7 днів
Високий показник ліквідності інвестицій	$КЛ_i = \frac{ПК_{\text{а}}}{ПК_{\text{в}}}$	
Рівень премії за ліквідність інструменту інвестування	$ПЛ = \frac{ОП_{\text{л}} * Д_{\text{н}}}{360}$	Д _н – середньорічна норма дохідності по інструменту інвестування з абсолютною ліквідністю (%)
Необхідний загальний рівень дохідності з урахуванням фактора ліквідності інструменту інвестування	$ДЛ_{\text{н}} = Д_{\text{н}} + ПЛ$	
Майбутня вартість грошей з урахуванням фактора ліквідності інструменту інвестування	$FV_{\text{л}} = PV * [(1 + Д_{\text{н}}) * (1 + ПЛ)]^n$	
Теперішня вартість грошей з урахуванням фактора ліквідності інструменту інвестування	$PV_{\text{л}} = \frac{FV_{\text{л}}}{[(1 + Д_{\text{н}}) * (1 + ПЛ)]^n}$	

2.6. Модель формування та оцінки необхідного рівня доходу від інвестицій

Елементи моделі формування необхідного рівня прибутку (доходу) від інвестицій: мінімальна норма прибутку на капітал; продовження інвестиційного процесу; темп інфляції; рівень інвестиційного ризику; рівень ліквідності інвестицій; індивідуальні особливості об'єкта інвестування

Алгоритм розрахунку необхідної суми інвестиційного доходу за майбутньою вартістю (ID_{FV}) має такий вигляд:

$$ID_{(FV)} = (MD + P_{pi} + P_{pp} + P_{pl} +/- IOП) * (1 + i)^n, \quad (2.4)$$

де MD – мінімальна необхідна сума інвестиційного доходу, що визначається через мінімальну норму прибутку на грошовому ринку; P_{pi} – сума премії за інфляцію; P_{pp} – сума премії за ризик; P_{pl} – сума премії за ліквідність $IOП$ – відхилення, за оцінкою інвестора, суми мінімального доходу з урахуванням індивідуальних особливостей інвестиційного проекту від середньо-ринкових умов його формування; i – реальна ставка проценту для даного інструменту інвестування, n – кількість періодів тривалості інвестиційного процесу.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що представляє собою система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту?
2. Підходи до побудови центрів управління інвестиційною діяльністю.
3. Що таке «центри інвестицій» і які етапи їх формування?
4. Що є інформаційною базою інвестиційного менеджменту?
5. Які показники інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту формуються із зовнішніх джерел?
6. Які показники інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту формуються із внутрішніх джерел?
7. Що таке нарощення і дисконтування?
8. Алгоритм розрахунку теперішньої і майбутньої вартості грошей.
9. Як розраховується ефективна ставка процента?
10. Що таке темп та індекс інфляції?
11. Як розраховується реальна ставка процента?
12. Що таке премія за інфляцію?
13. Що розуміють під інвестиційним ризиком?
14. Які основні показники оцінки рівня ризику?
15. Що таке ліквідність інвестицій?
16. Критерії оцінки рівня ліквідності інструментів інвестування.

ТЕМА 3. Оцінка і прогнозування розвитку інвестиційного ринку

План

1. Характеристика інвестиційного ринку та принципи його дослідження
2. Кон'юнктура інвестиційного ринку і методи її дослідження
3. Оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості галузей економіки
5. Оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості підприємства

3.1. Характеристика інвестиційного ринку та принципи його дослідження

Інвестиційний ринок – ринок, на якому продаються та купуються різноманітні об'єкти та інструменти інвестування. Інвестиційний ринок як поняття характеризує систему окремих видів інвестиційних ринків з різними сегментами.

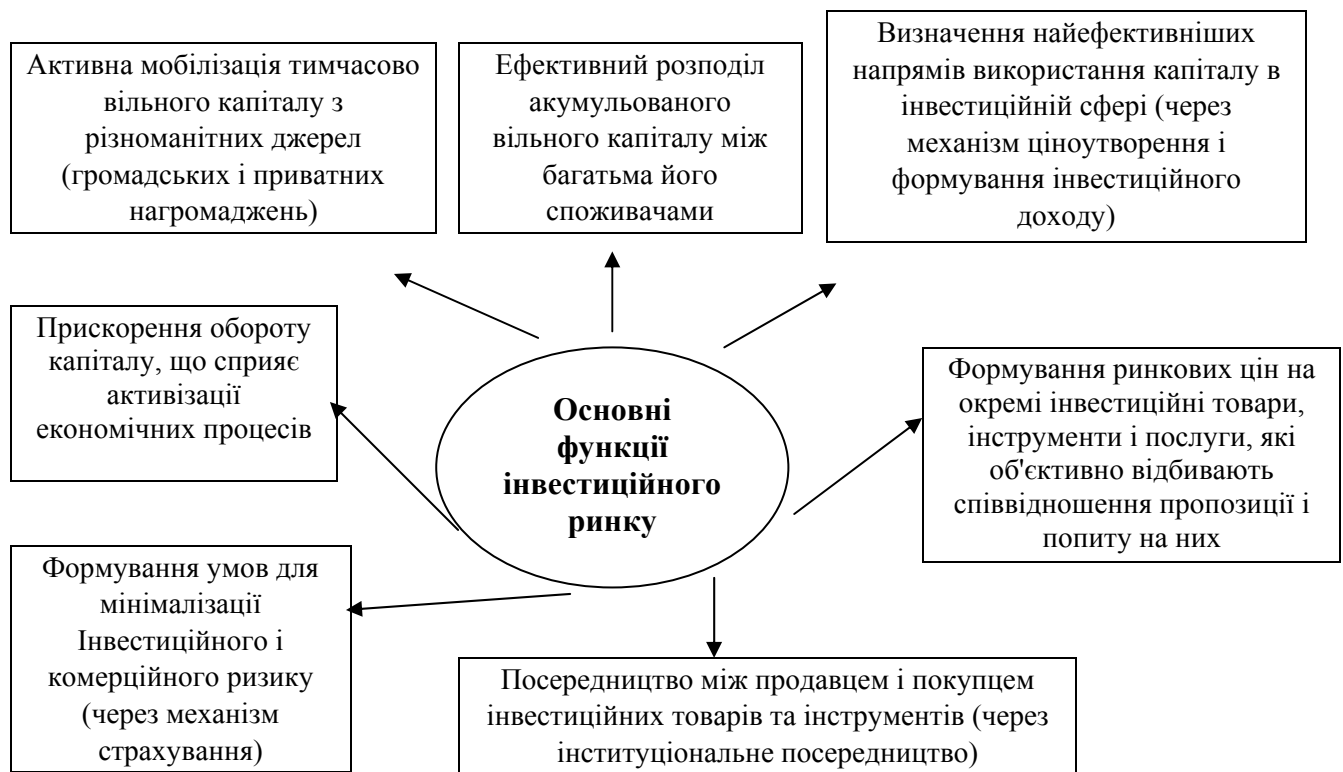


Рис. 3.1. Основні функції інвестиційного ринку

За сучасною систематизацією є наступні види інвестиційних ринків (рис. 3.2).

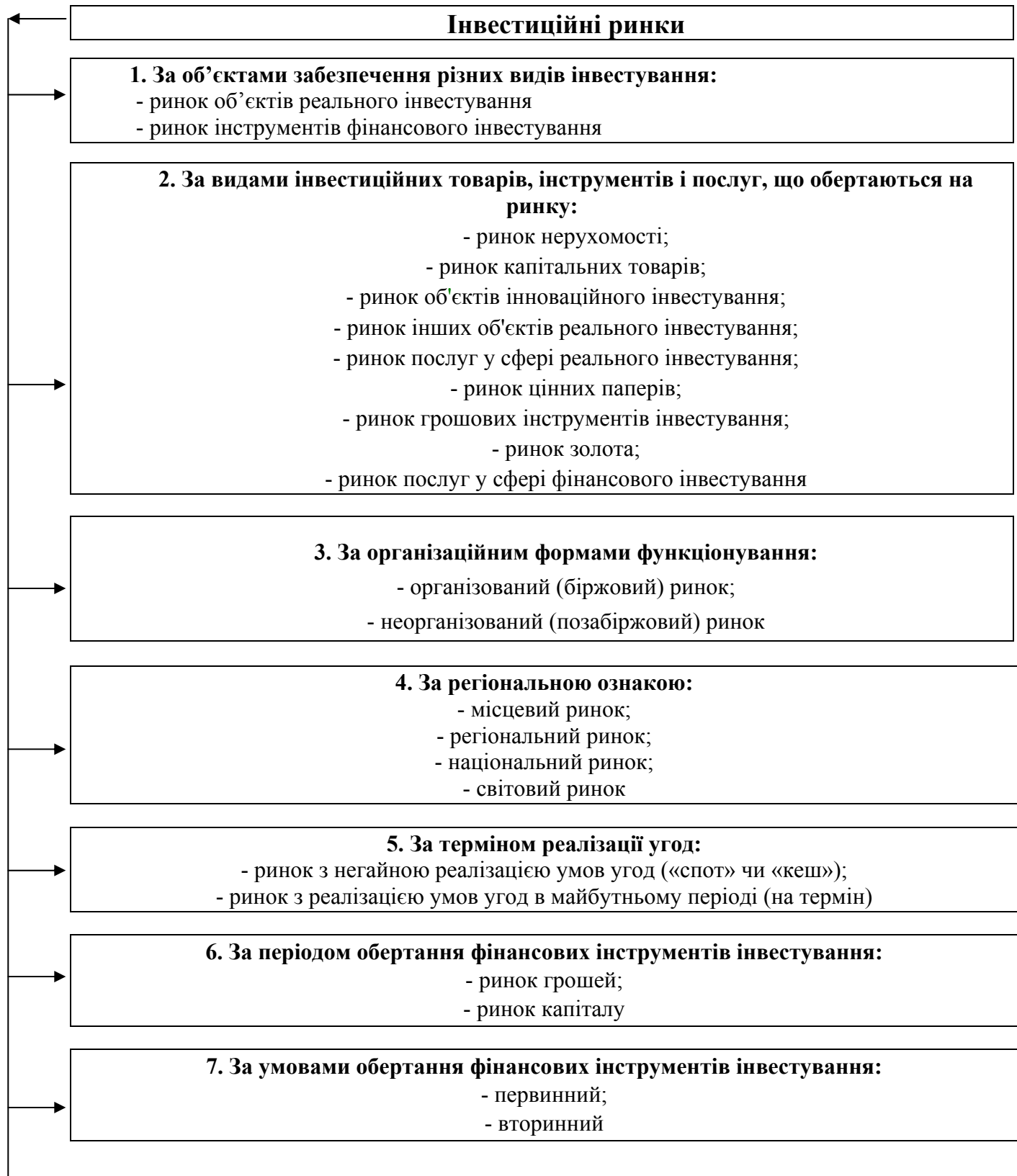


Рис. 3.2. Класифікація інвестиційних ринків

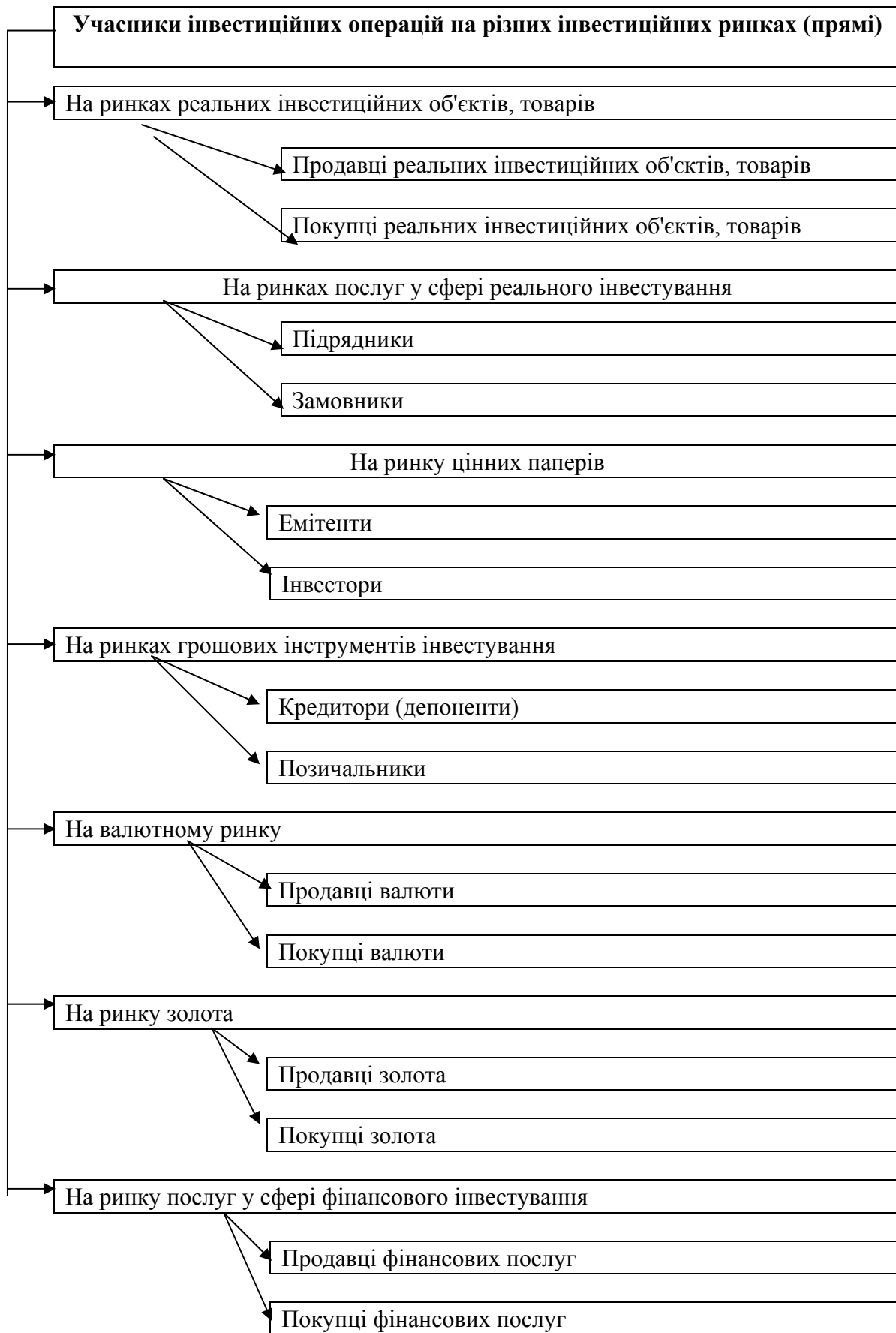


Рис. 3.3. Учасники інвестиційного ринку

Угоди на інвестиційному ринку – це взаємопогоджені дії зацікавлених осіб, спрямовані на встановлення, припинення або зміну їх прав і обов'язків у відношенні інвестиційних інструментів, що обертаються на різних сегментах ринку.

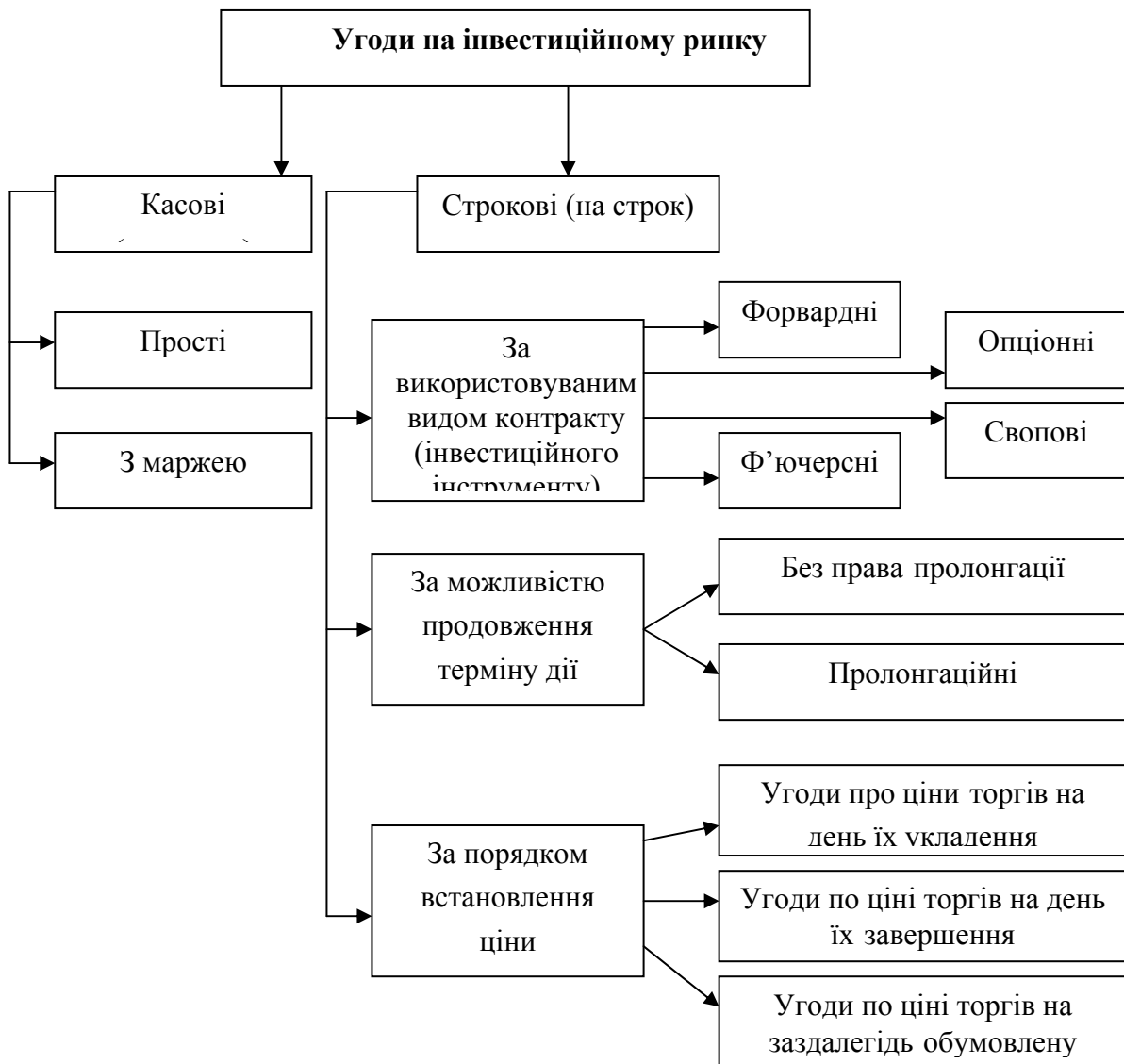


Рис. 3.4. Угоди на інвестиційному ринку

3.2. Кон'юнктура інвестиційного ринку і методи її дослідження

Кон'юнктура інвестиційного ринку - це форма проявлення системи факторів (умов), які характеризують стан попиту, пропозиції цін і конкуренції ринку в цілому, в окремих його видах і сегментах,

Динаміка кон'юнктури інвестиційного ринку характеризується постійними коливаннями окремих його елементів, які можна за загальними ознаками класифікувати наступним чином (рис. 3.5).

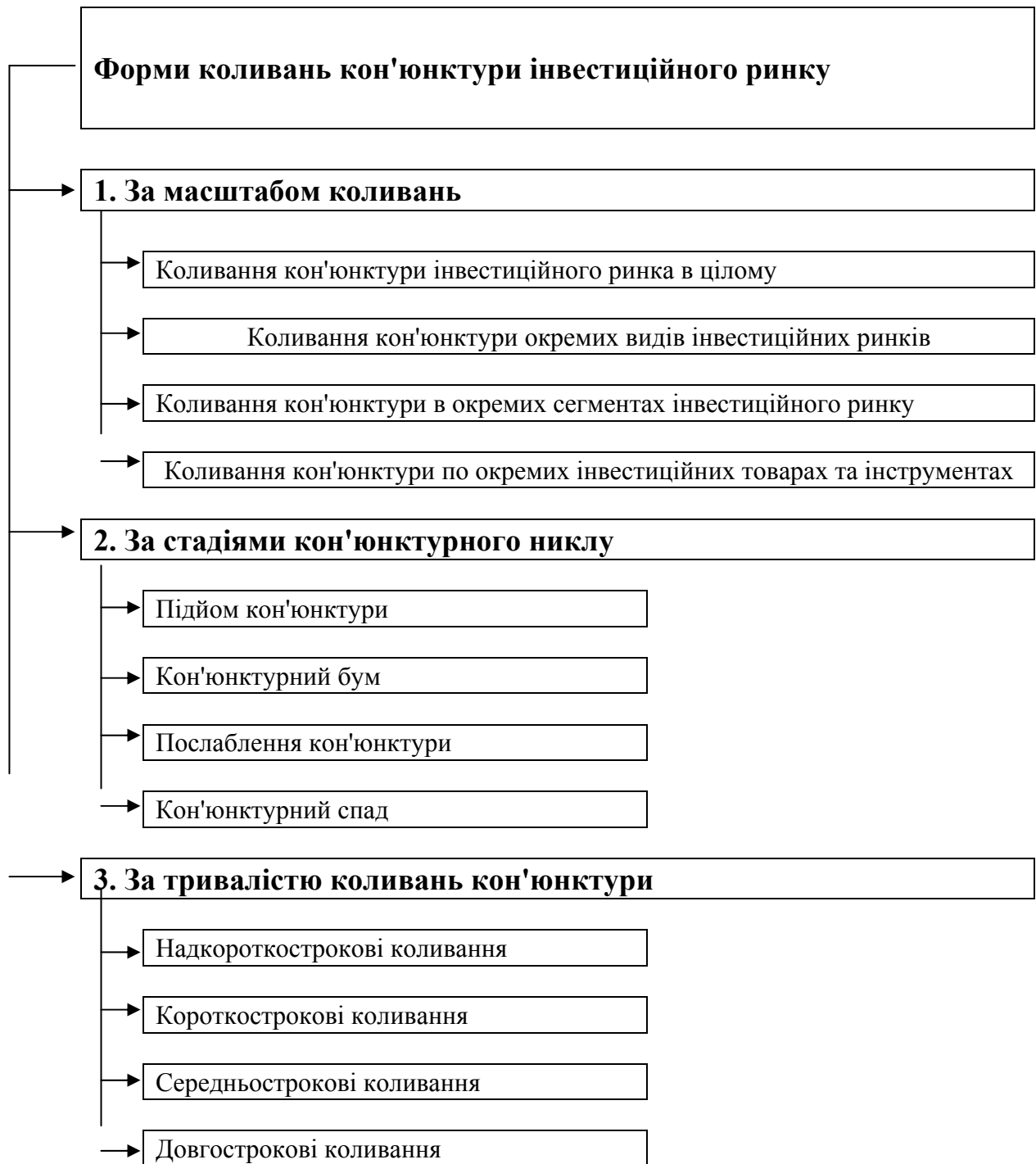


Рис. 3.5. **Форми коливань кон'юнктури інвестиційного ринку**

Технічний аналіз передбачає дослідження внутрішньої інформації про динаміку найважливіших його елементів обсягу попиту, пропозиції, рівня цін.

Фундаментальний аналіз передбачає дослідження впливу факторів (макро- та мікроекономічних), що зв'язані з оборотом конкурентних інструментів на інвестиційному ринку.

3.3. Оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості галузей економіки

Інвестиційна привабливість окремих галузей економіки – це комплексна характеристика окремих галузей економіки з позиції ефективності вибору підприємств даної галузі для інвестування.

Основні елементи оцінки інвестиційної привабливості галузей економіки

1. Оцінка рівня перспективності розвитку галузі: значущість галузі в економіці країни, її стійкість до економічного спаду, соціальна значущість, забезпеченість розвитку власними фінансовими ресурсами, міра підтримки державою її розвитку.

2. Оцінка середньогалузевої рентабельності діяльності підприємств галузі і її зміна в динаміці.

3. Оцінка галузевих інвестиційних ризиків: оцінюється коефіцієнт варіації середньогалузевих показників рентабельності по роках, а також рівень конкуренції та соціальної напруженості в галузі.

Інвестиційна привабливість регіонів України: комплексна характеристика окремих регіонів України з позиції інвестора з метою їх вибору для інвестиційної діяльності.

Основні елементи оцінки інвестиційної привабливості регіонів країни

1. Оцінка рівня загальноекономічного розвитку регіону у валовому внутрішньому продукті і національному доході, обсяг виробленої промислової та сільськогосподарської продукції на душу населення.

2. Оцінка рівня розвитку інвестиційної інфраструктури в регіоні: кількість підрядних будівельних компаній в регіоні, обсяги місцевого виробництва основних видів будівництва, матеріалів, обсяг виробництва енергетичних ресурсів.

3. Демографічна характеристика регіонів.

4. Оцінка рівня розвитку ринкових відносин та комерційної інфраструктури регіону: питома вага підприємств державної форми власності в загальній їх кількості в регіоні, чисельність спільних із зарубіжними партнерами підприємств в регіоні, банкових установ з філіями, страхових компаній (включаючи і представництва тощо).

5. Оцінка ступеня безпеки інвестицій діяльності в регіоні.

3.4. Оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості підприємства

Інвестиційна привабливість підприємства: інтегральна характеристика окремого підприємства як об'єкта майбутнього інвестування з позицій перспективності розвитку, обсягу і перспектив збуту продукції, ефективності використання активів. Їх ліквідності, стану платоспроможності та рівня фінансової стійкості.

Принципи дослідження інвестиційної привабливості підприємств:

- урахування стадії життєвого циклу підприємства;
- врахування фактору часу при здійсненні інвестування;
- урахування поточної зміни умов інвестування;
- системність і комплексність здійснення оцінки;
- урахування інтересів інвесторів.

Формування інвестиційної політики підприємства здійснюється у сфері взаємних інтересів як самого підприємства, так і його потенційних інвесторів. Можливість залучення інвестицій залежить від розуміння та урахування інтересів партнерів, від можливості бачити об'єкт інвестування з позиції інвестора та оцінити його інвестиційну привабливість. У цьому є інтерес і самого підприємства, яке зацікавлене у підвищенні рівня інвестиційної привабливості. Кожний суб'єкт господарювання прагне розвивати своє виробництво, підвищувати конкурентоспроможність продукції і підприємства в цілому.

Визначення інвестиційної привабливості окремого підприємства як потенційного об'єкта інвестування проводиться інвесторами в процесі:

- визначення доцільності капітальних вкладень (нове будівництво, розширення, технічне переозброєння тощо);
- вибору в придбанні альтернативних об'єктів;
- купівлі акцій окремих підприємств.

Інвестиційна привабливість підприємства – це сукупність характеристик його фінансово-господарської та управлінської діяльності, перспектив розвитку та можливості залучення інвестиційних ресурсів. Оцінка інвестиційної привабливості підприємства – інтегральна характеристика його внутрішнього середовища.

Інвестиційна привабливість навколишнього для підприємства середовища (регіону, галузі, країни) має

опосередкований вплив на інвестиційну привабливість підприємства, по-перше, тому що підприємство – це відкрита система. По-друге, зовнішні фактори мають універсальний характер і відіграють для потенційних інвесторів не менш важливу роль, ніж конкретний об’єкт інвестування. Оцінка інвестиційної привабливості на вищерозглянутих рівнях – це перший етап прогнозування та передбачення заходів щодо залучення інвестиційних ресурсів та підвищення привабливості об’єктів інвестування на усіх рівнях. Таким чином, визначення інвестиційної привабливості окремого підприємства як потенційного об’єкта інвестування є завершальним етапом оцінки інвестиційного ринку. Від стану привабливості підприємства залежить галузева та регіональна направленість його інвестиційної діяльності.

Інвестиційна привабливість об’єкта інвестування формується під впливом певних умов та факторів внутрішнього та зовнішнього характеру.

Оцінка та аналіз інвестиційної привабливості підприємства, з одного боку, – це основа для розробки його інвестиційної політики, а з іншого, – можливість виявити недоліки у діяльності підприємства, передбачити заходи щодо їх ліквідації та покращити можливості залучення інвестиційних ресурсів.

Ефективність використання активів слід визначити з точки зору наявності та використання усіх можливих джерел їх формування. А тому наступна умова формування інвестиційної привабливості підприємства – це результативність фінансово-господарської діяльності підприємства, яка може визначатися на основі фінансової та бухгалтерської звітності.

Визначення інвестиційної привабливості будь-якого об’єкта господарювання потребує особливої уваги щодо оточення підприємства, яке розташоване у певному адміністративно-територіальному регіоні держави. Підприємство – це соціально-економічна система, яка постійно змінюється, розвивається та удосконалюється.

На формування інвестиційної привабливості підприємства впливають умови, які наведені на рис. 3.6.

На інвестиційну привабливість діючого підприємства впливає стадія його життєвого циклу. У теорії ринку відокремлюють шість послідовних стадій: „народження”, „дитинство”, „юність”, „рання зрілість”, „остаточна зрілість”, „старіння”.

Загальний період усіх стадій життєвого циклу підприємства (ЖЦП) становить приблизно 20 – 25 років (залежно від галузі та впливу НТП), після чого воно припиняє своє існування або відроджується на новій основі.

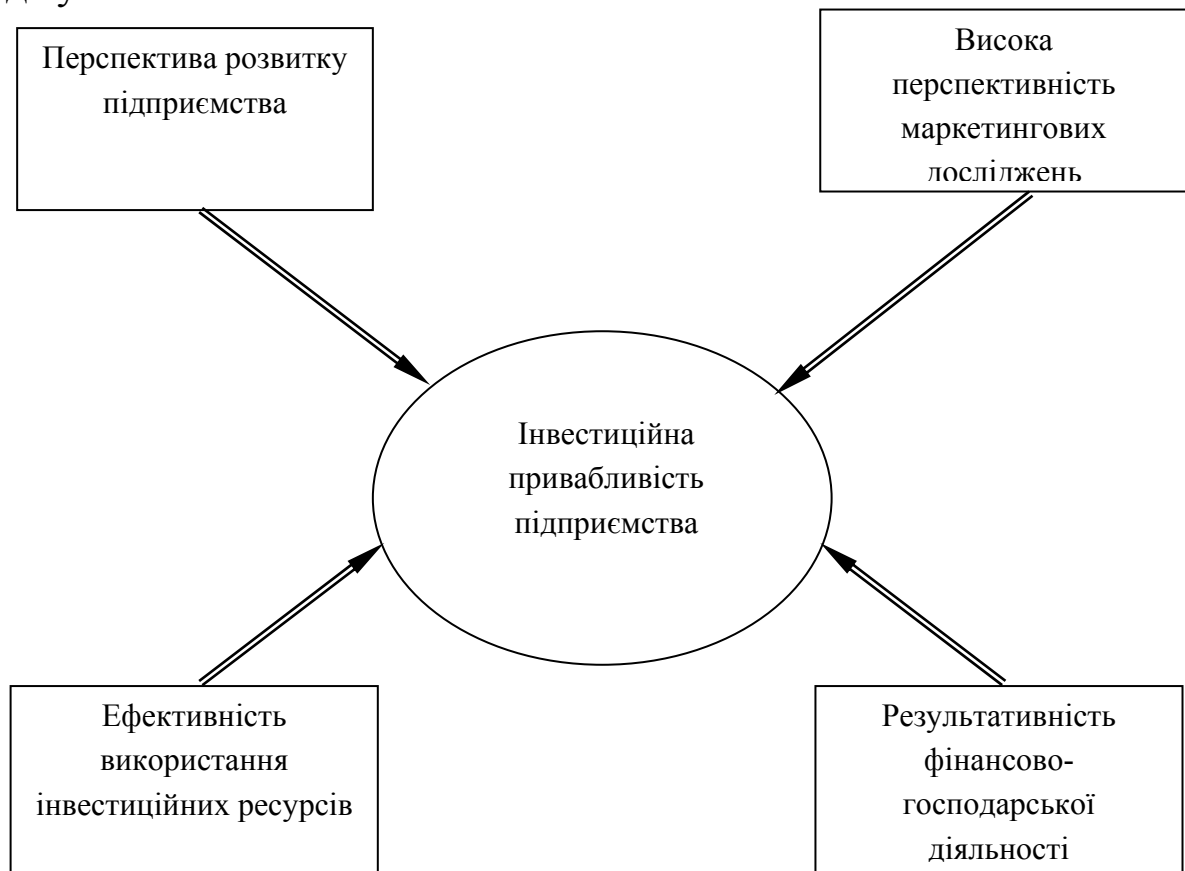


Рис. 3.6. Схема впливу умов на привабливість підприємства

На стадіях зростання та стабільності підприємство є привабливим об'єктом інвестування. На останніх двох стадіях („остаточної зрілості” та „старіння”) підприємство практично втрачає свою інвестиційну привабливість, тому що усі свої потенційні можливості воно використало і потребує кардинальних змін.

Вітчизняний та закордонний досвід свідчить, що інвестиційно привабливими вважаються підприємства, які знаходяться на стадіях, коли у них збільшуються обсяги продажу, рівень використання виробничих потужностей і т. п., тобто покращуються показники їх діяльності. На стадіях „остаточної зрілості” та „старіння” інвестиції вважаються недоцільними, за винятком тих випадків, коли продукція підприємства має досить високі маркетингові перспективи, обсяг інвестицій у технічне переоснащення невеликий, і вкладені кошти можуть повернутися інвестору в найкоротший термін (до 2-х років).

Якщо передбачається перепрофілювання, диверсифікація або реструктуризація підприємства, то інвестування доцільне і на стадії

„старіння”. Ці заходи дозволяють економити практично всі види ресурсів, збільшити обсяги продажів за рахунок розширення номенклатури (асортименту) порівняно з новим будівництвом.

Для оцінки інвестиційної привабливості підприємства можуть бути використані різні фінансово-економічні показники функціонування підприємства протягом певного періоду.

Визначення інвестиційної привабливості слід розглядати не тільки як інтегральний фінансово-економічний показник, але й як систему кількісних показників оцінки господарського, фінансового, технічного потенціалу підприємства (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Система основних показників, що характеризують інвестиційну привабливість окремих підприємств

1. Показники ліквідності			
1	2	3	4
1.1	Загальний коефіцієнт покриття	$\text{Зкп} = \frac{\text{ЛА}}{\text{ПЗ}}$	ЛА – ліквідні активи; ПЗ – поточні зобов'язання
1.2	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$\text{Пкп} = \frac{\text{ШЛА}}{\text{ПЗ}}$	ШЛА – швидко-ліквідні активи
1.3	Коефіцієнт проміжного покриття	$\text{Кал} = \frac{\text{ГЗП}}{\text{ПЗ}}$	ГЗП – готові засоби платежу
2. Показники управління активами			
2.1	Оборотність дебіторської заборгован.	$\text{КОдз} = \frac{\text{ВР}}{\text{ДЗсер}}$	ВР- виручка від реалізації; ДЗсер. – середня сума дебіторської заборгованості за період
2.2	Оборотність акціонерного капіталу	$\text{КОак} = \frac{\text{ВР}}{\text{АКсер}}$	АКсер. – середня сума акціонерного капіталу
2.3	Оборотність активів	$\text{КОа} = \frac{\text{ВР}}{\text{Асер}}$	Асер. – середня сума активів
2.4	Оборотність товарно-матеріальних запасів	$\text{КОтмз} = \frac{\text{ВР}}{\text{ТМЗсер}}$	ТМЗсер. – середня сума товарно-матеріальних запасів
3. Показники рентабельності			
3.1	Прибутковість реалізації	$\text{Пр} = \frac{\text{ФРдо}}{\text{ВР}}$	ФРдо – фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування

1	2	3	4
3.2	Рентабельність реалізації	$P_p = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}}$	ЧП – чистий прибуток; Асер. – середня сума активів
3.3	Норма чистого прибутку на акціонерний капітал	$H_{\text{ЧПак}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{АКсер}}$	ЧП – чистий прибуток; Асер. – середня сума активів
3.4	Рентабельність активів	$P_a = \frac{\text{ЧП}}{\text{Асер}}$	ЧП – чистий прибуток; Асер. – середня сума активів
4. Показники ефективності управління боргами			
4.1	Коефіцієнт фінансового ризику	$K_{\text{фр}} = \frac{\text{ДЗк}}{\text{АКк}}$	ДЗк – довгострокові зобов'язання на кінець періоду; АКк – акціонерний капітал на кінець періоду
4.2	Норма боргу на власні кошти	$H_{\text{Бвк}} = \frac{\text{ДЗк} + \text{ПЗк}}{\text{Ак}}$	ПЗк – поточні зобов'язання на кінець періоду; Ак – сукупні активи на кінець періоду
4.3	Коефіцієнт кратності відсотків	$K_k = \frac{\text{ФРдо} + \text{Впк}}{\text{Впк}}$	Впк – витрати на виплату процентів по кредитах
5. Показники ринкової вартості			
5.1	Чистий прибуток на одну просту акцію	$P_p = \frac{\text{ЧП} - \text{Дприв}}{K_{\text{прост}}}$	Дприв – дивіденди за привілейованими акціями; Кпрост – кількість простих акцій
5.2	Співвідношення ринкової ціни і річного доходу по акціях	$C_{\text{ц}} / \partial = \frac{\text{Цр}}{\text{ЧПна}}$	Цр – ринкова ціна акції
5.3	Дивіденд на одну просту акцію	$D_{\text{на}} = \frac{\text{ДП}}{K_{\text{прост}}}$	ДП – величина дивідендного покриття
5.4	Співвідношення ринкової і номінальної вартості акції	$C_p / n = \frac{\text{Цр}}{H}$	Н – номінальна вартість акції

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що являє собою інвестиційний ринок, які його основні функції?
2. Види інвестиційних ринків. Учасники інвестиційного ринку.
4. Що вважають угодою на інвестиційному ринку? Види угод на інвестиційному ринку.
5. Що таке кон'юнктура інвестиційного ринку?
6. Які форми коливання кон'юнктури інвестиційного ринку розрізняють?
7. Напрями дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку.
8. Інвестиційна привабливість окремих галузей економіки та елементи її оцінки.
9. Основні елементи оцінки інвестиційної привабливості регіонів країни.
10. Які показники характеризують інвестиційну привабливість підприємства?

ТЕМА 4. Інвестиційна стратегія підприємства

План

1. Інвестиційна стратегія підприємства та її роль у забезпеченні розвитку підприємства
2. Принципи і методи розробки інвестиційної стратегії підприємства
3. Формування стратегічних цілей підприємства
4. Прийняття стратегічних інвестиційних рішень; основні напрями і моделі
5. Критерії і методи оцінки результативності розробленої інвестиційної стратегії

4.1. Інвестиційна стратегія підприємства та її роль у забезпеченні розвитку підприємства

Інвестиційна стратегія – це система довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що обумовлені загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією.

Стратегічна зона господарювання (СЗГ) – самостійний господарський сегмент у **рамках** підприємства (організації), що здійснює діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю попиту, використовуваною сировиною або виробничою технологією.

Стратегічний інвестиційний центр (СІЦ) – самостійна структурна одиниця підприємства (організації"), що спеціалізується на виконанні окремих функцій або напрямів інвестиційної діяльності, забезпечує ефективну господарську діяльність окремих СЗГ.

Формувати інвестиційну стратегію слід з огляду на ряд критеріїв, що визначають її доцільність:

- узгодженість з фінансовими ресурсами, які можуть бути спрямовані на інвестиційну діяльність;
- ефективність, тобто узгодженість результатів і реальних витрат на їх досягнення;
- визначеність за термінами досягнення встановленої мети;
- оптимальність поєднання очікуваного, досягнення потрібної прибутковості та можливих ризиків і невизначеності майбутнього періоду;
- узгодженість запланованих інвестицій із загальноекономічними умовами зовнішнього для підприємства середовища.

4.2. Принципи і методи розробки інвестиційної стратегії підприємства

В основу розробки інвестиційної стратегії підприємства покладено принципи нової управлінської парадигми – системи стратегічного управління (рис 4.1).



Рис. 4.1. Принципи розробки інвестиційної стратегії підприємства

Передумовою формування інвестиційної стратегії є загальна стратегія економічного розвитку підприємства, стосовно якої інвестиційна стратегія носить підлеглий характер. Управління інвестиційною діяльністю здійснюється в процесі формування інвестиційного портфеля. **Інвестиційна стратегія передбачає досягнення наступних цілей:** максимізація прибутків від інвестиційної діяльності; мінімізація інвестиційних ризиків. Для цього необхідно організувати: дослідження зовнішнього інвестиційного середовища та прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку; технічні і маркетингові дослідження; пошук нових, більш прибуткових інвестиційних можливостей; оцінку привабливості інвестиційних проектів та фінансових інструментів з добором найбільш ефективних з них; розробку капітального

бюджету; формування оптимальної структури інвестування.

На вибір інвестиційної стратегії підприємства впливає ряд факторів. До їхнього числа відноситься загальна стратегія розвитку, що передбачає: проникнення на ринок та забезпечення виживання при збитковій діяльності; закріплення на ринку та забезпечення беззбиткової діяльності; істотне розширення свого сегмента на ринку та забезпечення систематичного зростання прибутку з виходом на оптимальний рівень; диверсифікованість діяльності та забезпечення збалансованого зростання прибутку на оптимальному рівні; забезпечення стабілізації обсягу діяльності шляхом збереження прибутку, платоспроможності та фінансової стійкості; відновлення форм та напрямків діяльності, забезпечення умов щодо високих темпів зростання прибутку.

Розробка інвестиційної стратегії може здійснюватися по наступних основних етапах (рис. 4.2).



Рис. 4.2. Основні етапи розробки інвестиційної стратегії підприємства

Тривалість першого етапу залежить від загального стану економіки і розвитку ринку. В умовах нестабільної економіки прогнози розвитку підприємств не перевищують 3 – 5 років.

У загальному виді визначення інвестиційних цілей підприємства спрямовано на збільшення капіталу, підвищення поточного доходу, забезпечення ліквідності та збереження капіталу, можливий контроль над підприємством-емітентом.

Визначення напрямків інвестування та джерел інвестиційних

ресурсів (3) один з головних етапів формування інвестиційної стратегії. Формування напрямків інвестиційної діяльності здійснюється з урахуванням вибору співвідношення можливих форм інвестування на різних етапах діяльності, визначення галузевої та регіональної спрямованості вкладень. На співвідношення форм інвестування впливають різні фактори, серед яких:

- загальний стан економіки та кон'юнктури інвестиційного ринку. В умовах нестабільної ринкової економіки інвестори частіше вкладають ресурси у фінансові активи і особливо в короткострокові;
- функціональна спрямованість підприємства. Інституціональні інвестори працюють переважно на фондовому ринку і вкладають ресурси у фондові інструменти. Підприємства виробничої сфери інвестують у виробничі активи;
- залежність від життєвого циклу підприємства. На ранніх стадіях розвитку інвестування має переважно виробничий характер, на стадіях зрілості – фінансовий;
- розмір підприємства: малі та середні підприємства здійснюють інвестування в основному в реальні активи, великі – у фінансові.

Конкретизація інвестиційних програм і термінів передбачає наявність коштів та готовність підприємства до здійснення проекту за певними строками. Інвестиційна програма коригується з урахуванням цих факторів і забезпечує погодженість реалізації окремих проектів та формування фінансових ресурсів.

Оцінка розробленої інвестиційної стратегії здійснюється на основі ряду критеріїв. До них відносяться: погодженість із загальною стратегією розвитку підприємства за цілями, етапами і термінам реалізації; внутрішня збалансованість цілей, напрямків і послідовності здійснення інвестиційної політики; погодженість із зовнішнім середовищем (розвитком країни, інвестиційним кліматом); реалізованість з урахуванням наявних ресурсів (фінансових, кадрів, сировини та технологічних); прийнятність рівня інвестиційних ризиків; фінансова, виробнича і соціальна результативність.

Перегляд стратегії ведеться на основі моніторингу за окремими напрямками інвестиційної політики та постійно мінливими внутрішніми і зовнішніми умовами діяльності.

Підприємство належить до певної галузі, яка може теж змінювати свою політику, корегувати напрямки діяльності. Звичайно, певному підприємству слід формувати загальну та відповідно інвестиційну стратегію і обов'язково враховувати ці зміни. А тому

рекомендується не тільки відслідковувати зміни у внутрішньому та зовнішньому середовищах, але й корегувати свою діяльність відповідно до цих змін. Це допоможе підприємству врахувати своєчасно зміни в його оточенні на макро-, мезо- та мікрорівнях та скорегувати як загальну, так і інвестиційну стратегію. Запропонована схема розробки інвестиційної стратегії підприємства за етапами приведена на рис. 4.3.

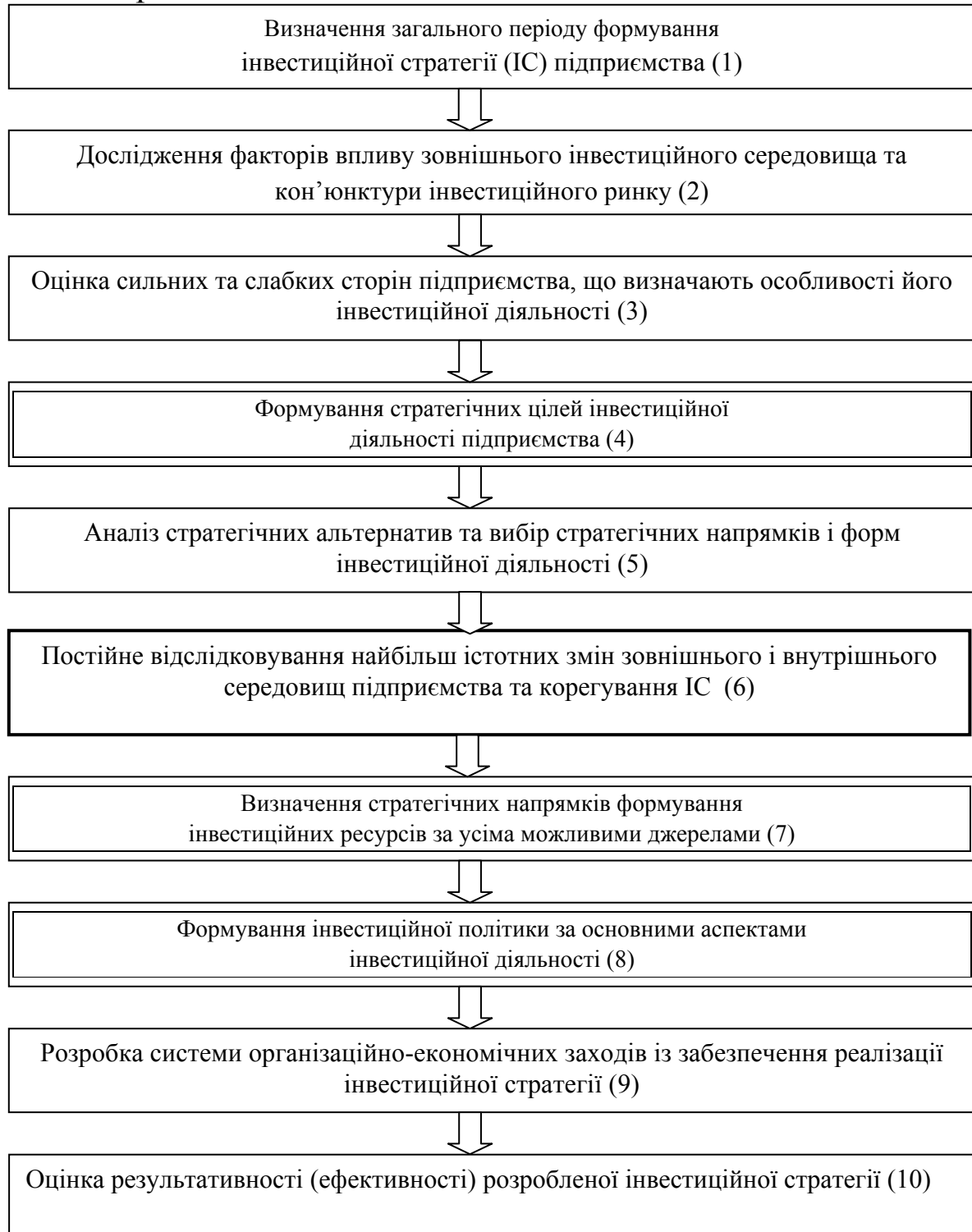


Рис. 4.3. Схема розробки інвестиційної стратегії підприємства

4.3. Формування стратегічних цілей підприємства

Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства є формалізованим поданням бажаних параметрів його кінцевої стратегічної інвестиційної позиції, які спрямовують цю діяльність в довгостроковій перспективі та оцінюють її результати.

Формування стратегічних цілей є суб'єктивно-об'єктивним процесом, оскільки відбивають конкретну інвестиційну позицію власника (інвестора) та одночасно вимоги зовнішнього і внутрішнього середовища щодо інвестиційної діяльності підприємства та його стратегічної інвестиційної позиції (рис. 4.4).

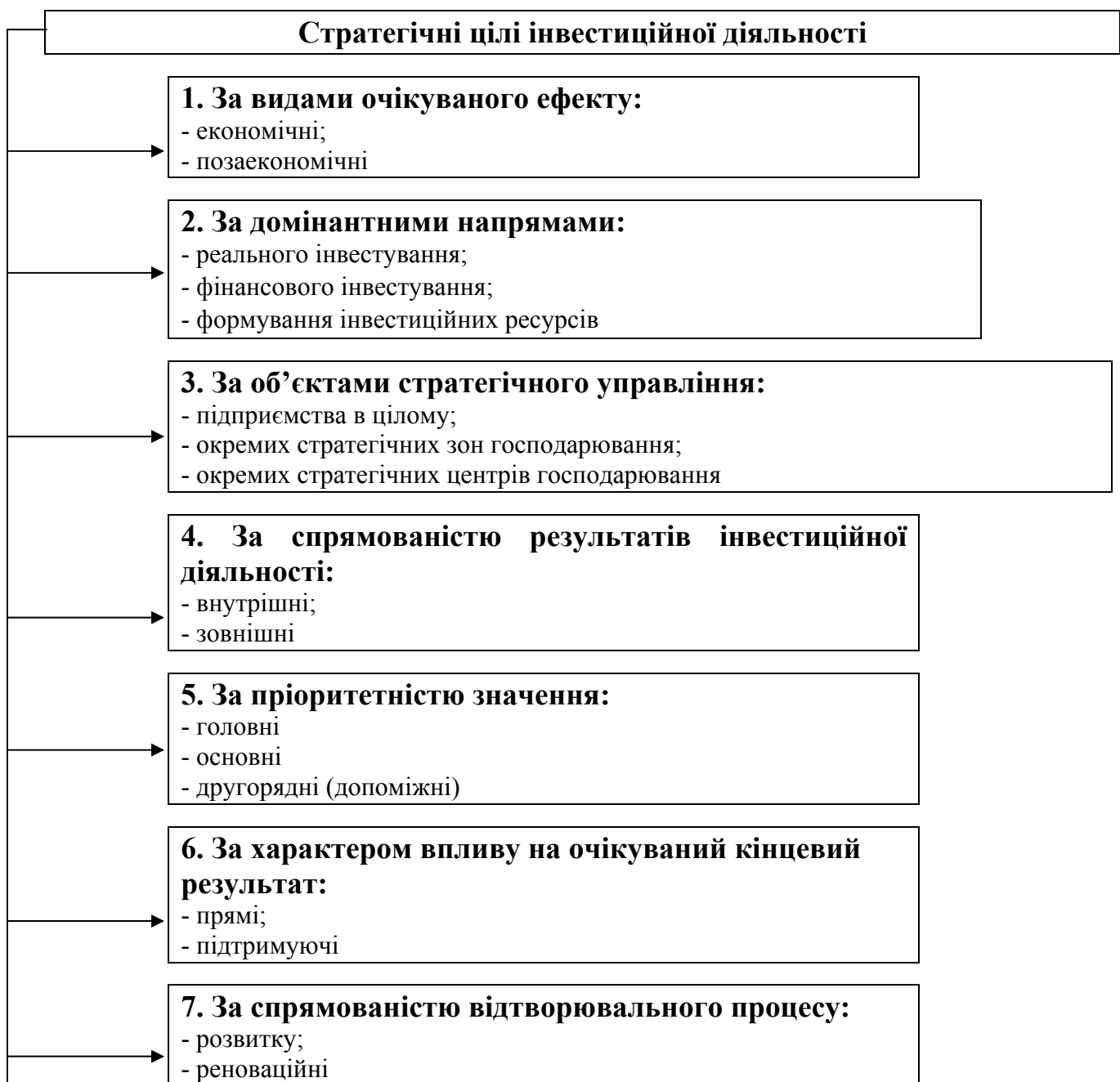


Рис. 4.4. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності

Антикризова інвестиційна політика спрямована на подолання інвестиційного спаду в період кризи і депресії, структурну перебудову виробництва і фінансове оздоровлення підприємства (рис. 4.5 та 4.6). Воно включає розробку інвестиційної стратегії і тактики на таких рівнях:

- державне регулювання;
- потенційні інвестори (комерційні банки, інвестиційні компанії, пенсійні фонди та ін.);
- підприємства як об'єкти інвестування.

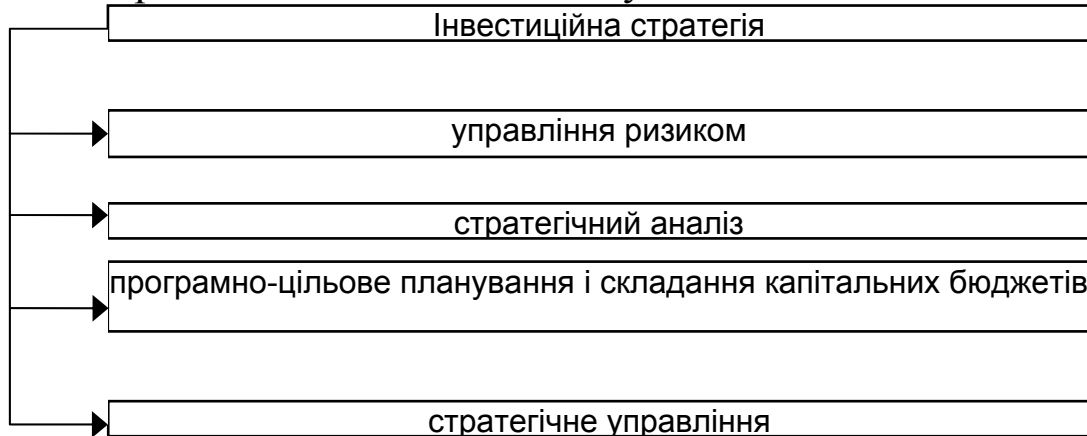


Рис. 4.5. Антикризова інвестиційна політика

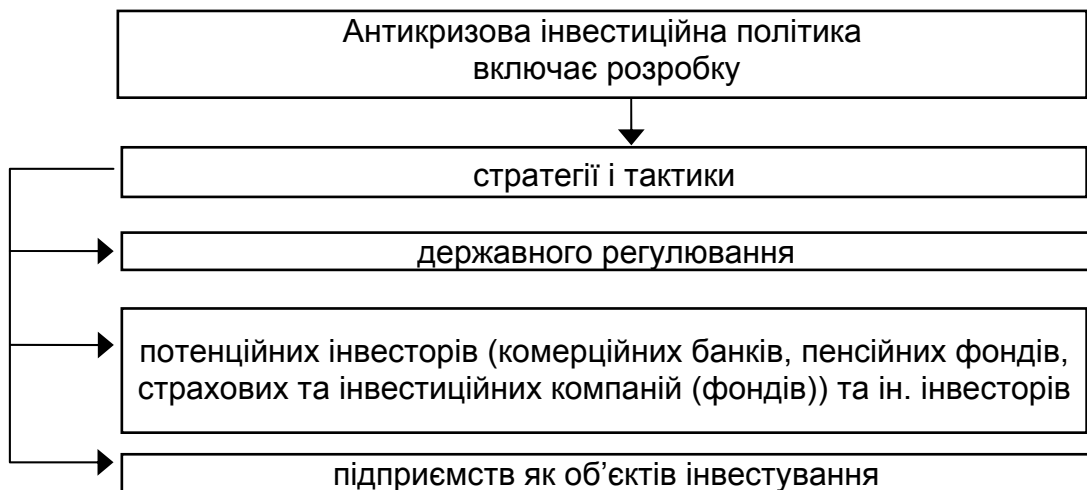


Рис. 4.6. Рівні розробки інвестиційної стратегії та тактики

Інвестиційна стратегія як складова частина стратегічного планування містить у собі наступні напрямки (рис. 4.7):

- управління ризиком;
- програмно-цільове планування і складання капітальних бюджетів;
- стратегічний аналіз;
- стратегічне управління.

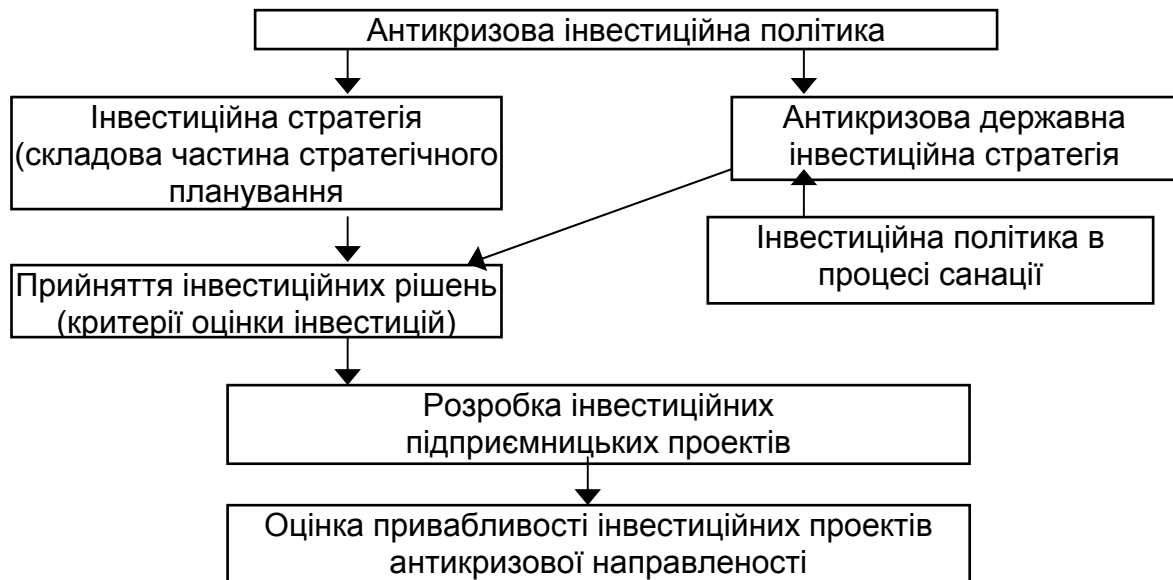


Рис. 4.7. Напрямки інвестиційної стратегії

Після проведення комплексного аналізу за зовнішніми і внутрішніми факторами ведеться **розробка стратегічного плану** за такими етапами:

1. Визначення цілей.
2. Стратегія диверсифікації.
3. Стратегія експансії.
4. Стратегічний бюджет.
5. Фінансова стратегія.
6. Адміністративна стратегія.

Успіхи антикризової інвестиційної політики багато в чому залежать від інвестиційних рішень, прийнятих сьогодні на всіх рівнях, а тому надзвичайно важливо забезпечити нерозривний зв'язок між стратегічними і тактичними рішеннями (рис. 4.8).



Рис. 4.8. Взаємозв'язок стратегічного і поточного планування

Розробка інвестиційної стратегії охоплює три основні області прийняття рішень (рис. 4.9).

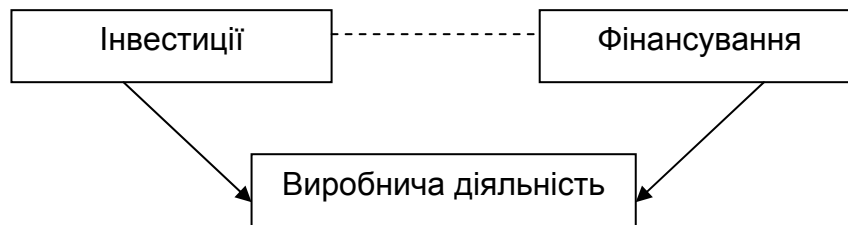


Рис. 4.9. Області прийняття рішень

Ефективне інвестування засноване на аналізі інвестиційної бази, оцінці нових інвестицій і можливих вилучень вкладень (рис. 4.10).

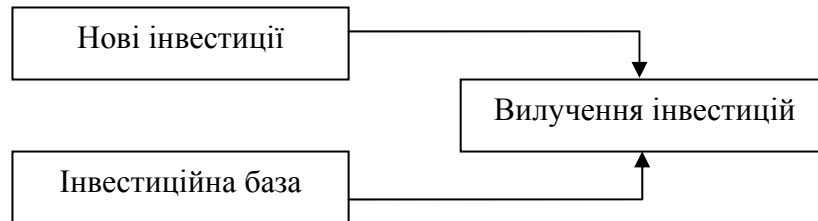


Рис. 4.10. Блок інвестицій

Розробка антикризової інвестиційної стратегії вимагає чіткого позначення сутності проблеми, визначення цілей інвестиційної стратегії, вироблення пріоритетів і суворого дотримання основ прийняття рішень з інвестицій.

4.4. Прийняття стратегічних інвестиційних рішень: основні напрями і моделі

Стратегічна модель розвитку процесу, перш за все, визначає рівень інвестиційної активності на різних стадіях його життєвого циклу. Взаємозв'язку всіх стратегічних цілей підприємства досягається при побудові «дерева цілей».



Прийняття стратегічних інвестиційних рішень є процесом розгляду можливих засобів досягнення стратегічних інвестиційних цілей і вибору найефективніших з них для практичної реалізації з урахуванням стратегічної інвестиційної позиції підприємства.

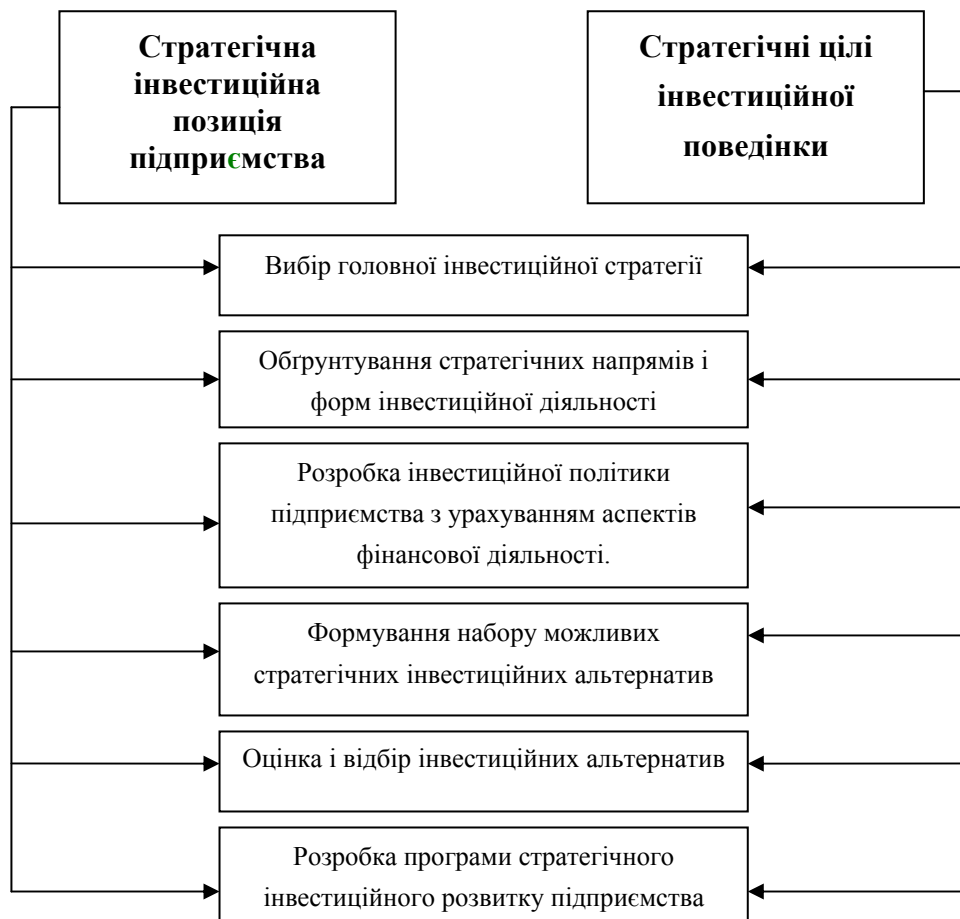


Рис. 4.11. Основні етапи прийняття інвестиційних рішень

Сучасна інвестиційна політика суб'єкта господарювання представлена широким набором дуже складних і неоднорідних інвестиційних рішень, в яких підприємство виступає як у ролі „ініціатора вкладення коштів”, так і в ролі „об'єкта зовнішніх інвестицій”.

Пошук і вибір інвестиційної концепції (рішення) на практиці викликає найбільші складності, оскільки будь-яке інвестиційне рішення найчастіше торкається інтересів великої кількості громадян, юридичних осіб, громадських організацій, об'єднань та ін. Успішне здійснення інвестиційного рішення можливо лише при досягненні балансу інтересів усіх причетних до цього рішення сторін. Саме цими обставинами визначається особлива важливість і відповідальність пошуку і вибору інвестиційного рішення.

У міжнародній практиці прийнята наступна класифікація найбільш розповсюджених інвестиційних рішень (рис. 4.12).

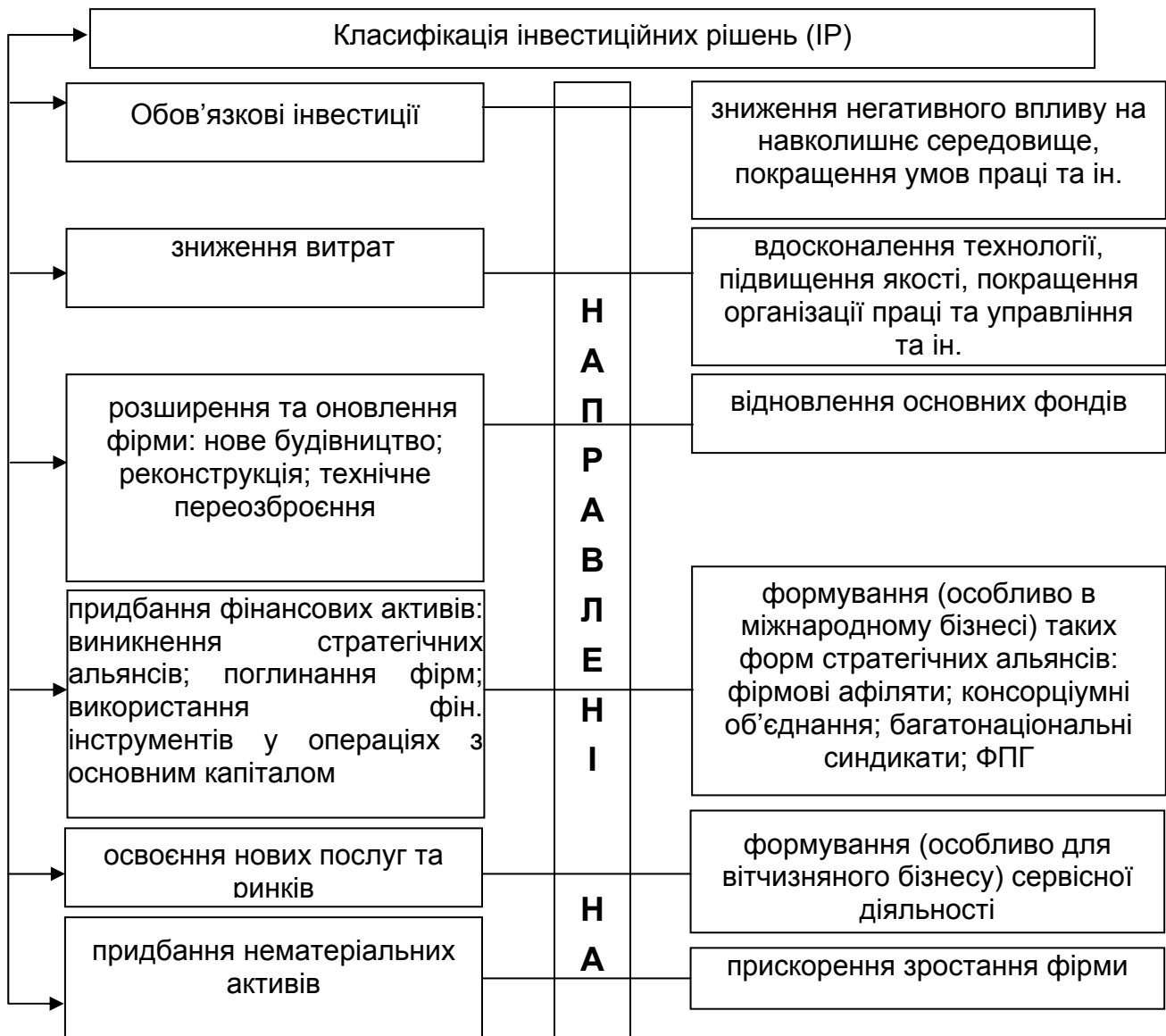


Рис. 4.12. Класифікація інвестиційних рішень

Прийняття будь-якого інвестиційного рішення пов'язано з деякою невизначеністю досягнення необхідного ефекту (результату), тобто з ризиком. Складність, масштабність і велика тривалість розв'язуваних завдань у ході реалізації прямого інвестиційного рішення припускає вплив на цей процес величезної кількості ризиків як систематичних, так і несистематичних. **Облік фактора ризику в інвестиційному проектуванні,** як і при прийнятті будь-якого фінансового рішення, зводиться до оцінки рівня ризиків та розробки заходів щодо їхнього зниження (рис. 4.13).

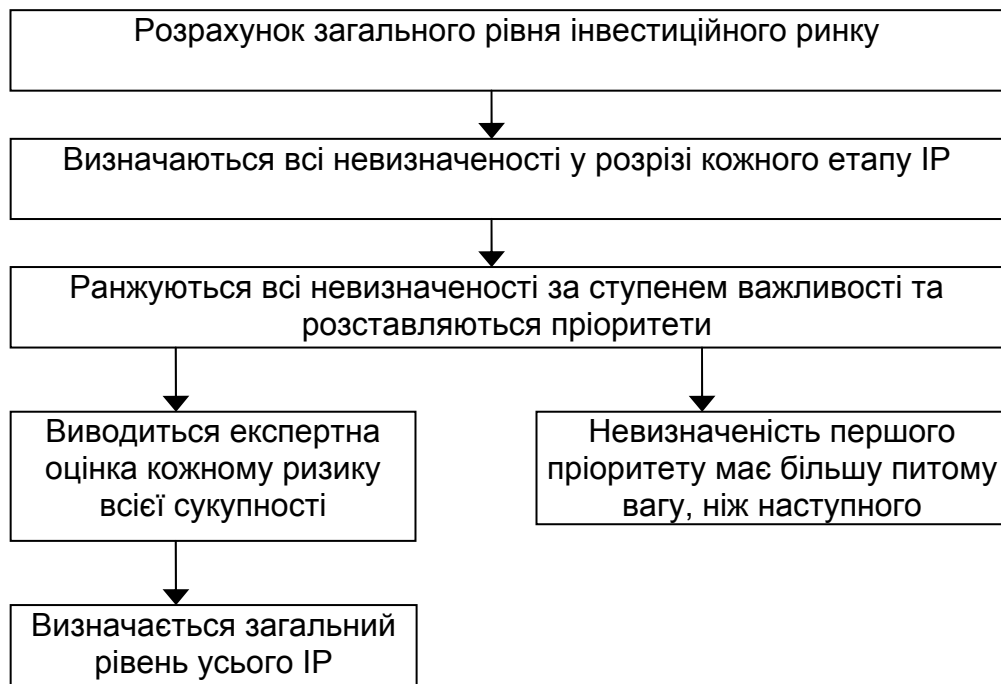


Рис. 4.13. Розрахунок рівня ризику інвестиційного проекту

Головна особливість інвестиційних ризиків полягає в тому, що для визначення їхнього рівня, як правило, відсутня достатня кількість спостережень для оцінки ймовірності настання деякої події.

Відповідно до міжнародної практики **розрахунки загального рівня** ризику інвестиційного проекту проводяться двічі:

на момент складання проекту;

після завершення всього циклу інвестиційного проектування.

Бізнес-план виконує проміжну, допоміжну роль і повинен містити відповіді на два ключових запитання:

Чи є обрана інвестиційна пропозиція настільки привабливою, що має сенс продовжувати її детальну розробку з метою оцінки її техніко-економічної і фінансової ефективності?

Чи містить обране інвестиційне рішення аспекти, що мають ключове значення для усього майбутнього інвестиційного проекту і дослідженню яких необхідно приділити особливу увагу до переходу до чергової стадії інвестиційного проектування? У світовій практиці існує вимога до обов'язкової участі на цій стадії інвестиційного проектування менеджерів фірми.

Фінансове оздоровлення неплатоспроможних підприємств України може бути здійснене за рахунок наступних джерел: власного капіталу, отриманого в результаті поточної діяльності; залучення банківських кредитів; реалізації ліквідних цінних паперів з метою збільшення власного і позикового капіталів; продажу деяких активів або

підрозділів підприємств; пільгових кредитів чи безкоштовного фінансування деяких об'єктів; залучення іноземного капіталу.

Розгляд можливого набору інвестиційних рішень для даного підприємства особливо актуальними у кризовій ситуації, тому що потрібно зробити правильний вибір з погляду зміцнення позицій підприємства в цілому на ринку з одного боку, і фінансовими можливостями як самого підприємства, так і залучення коштів – з іншого.

Базові правила прийняття інвестиційних рішень такі: проблеми інвестування; природа інвестицій; оцінка майбутніх витрат і вигод; додаткові грошові потоки; не обігові витрати; дисконтування майбутніх грошових потоків (рис 4.14).



Рис. 4.14. Основні правила вибору інвестиційних рішень

1. Визначення проблеми інвестування безпосередньо пов'язано з оцінкою альтернативних варіантів, визначенням упущених можливостей (нічого не робити; піти з даного бізнесу; розширити наявний бізнес; займатися інноваціями чи знайти новий бізнес).

2. Визначення природи інвестицій припускає, насамперед, класифікацію інвестицій. Класифікацію можна проводити з декількох точок зору і вибирати найбільш прийнятні для умов економіки в цілому і підприємства зокрема. Розглянемо найбільш часто використовувані.

2.1. За способом впливу інших можливих інвестицій на доходи даного проекту. Розрізняють залежні і незалежні інвестиції.

2.2. За галузями. Ця класифікація потрібна при розробці антикризової інвестиційної стратегії, тому що для вдосконалювання техніки і технології в цій ситуації необхідно звернути особливу увагу на розвиток галузей народного господарства, що визначають розвиток технічного прогресу.

2.3. За ступенем обов'язковості здійснення інвестицій. Деякі інвестиції є обов'язковими, тому що якщо вони не будуть проведені, то підприємство перестане взагалі функціонувати. Інші інвестиції можуть вирішально не впливати на вихід промисловості з кризи чи на підвищення ефективності економіки.

2.4. За строком окупності і життєвим циклом.

3. Оцінка майбутніх витрат і доходів в умовах економічної кризи безпосередньо пов'язана з розрахунками номінальних і реальних грошових потоків, номінальної і реальної ставки за банківськими відсотками та ін., тобто з проблемами, безпосередньо пов'язаними з інфляціями. При високих темпах інфляції довгострокові інвестиції неможливі.

4. Безповоротні витрати виникають унаслідок великої невизначеності за прийняття інвестиційних рішень. Це витрати, понесені підприємством у минулому, що їх неможливо відшкодувати ні в сьогоденні ні в майбутньому.

5. Дисконтування майбутніх грошових потоків – обов'язковий етап ухвалення рішення з інвестицій. З методами дисконтування варто обходитися дуже обережно, особливо в період кризи в економіці.

4.5. Критерії і методи оцінки результативності розробленої інвестиційної стратегії

Прийняття інвестиційних рішень як стратегічних, так і тактичних засновано на найрізноманітніших методах оцінки ефективності інвестицій. Якщо взяти набір інвестиційних рішень і оцінити їх різними методами, то, як показує світова практика, кожен метод дає відмінне від інших ранжирування інвестиційних пропозицій.

Для управлінців важливі такі показники: рентабельність на базі поточної вартості активів; рентабельність за чистим прибутком, рентабельність за валовим прибутком, аналіз поточних витрат, аналіз валового доходу, ефективність використання матеріальних, трудових ресурсів, аналіз грошових доходів від інвестицій та ін.

Для банкірів вирішальним у визначенні ефективності інвестицій є: ліквідаційна вартість фірми, коефіцієнт поточної ліквідності, частка зобов'язань в активі, співвідношення між власним та позиковим капіталом підприємства, співвідношення між доходом та ризиком, коефіцієнт покриття процентних виплат.

Інвесторів цікавить, насамперед, рентабельність власного капіталу, прибуток та грошовий потік на акцію, коефіцієнт виплати дивідендів, коефіцієнт покриття дивідендів, співвідношення дивідендів та активів, співвідношення прибутку та ціни на акцію, співвідношення ринкової і номінальної ціни акцій, відносна зміна цін на акцію (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

Фінансові показники ефективності діяльності підприємства з різних точок зору

№ з/п	Менеджери	Інвестори	Банкіри
1	2	3	4
1	<i>Аналіз виробничої діяльності</i> 1.1. Рентабельність за валовим прибутком. 1.2. Рентабельність за чистим прибутком. 1.3. Аналіз поточних витрат. 1.4. Аналіз валового доходу. 1.5. Аналіз операційних обов'язків	<i>Прибутковість</i> 1.1. Дохідність власного капіталу. 1.2. Дохідність акціонерного капіталу. 1.3. Прибуток на акцію. 1.4. Грошовий потік на акцію	<i>Ліквідність</i> 1.1. Загальний коефіцієнт покриття. 1.2. Коефіцієнт ліквідності. 1.3. Ліквідаційна вартість підприємства. 1.4. Характеристика грошових потоків

Закінчення табл. 4.1

1	2	3	4
2	<i>Управління ресурсами</i> 2.1. Оборотність активів 2.2. Управління оборотним капіталом. 2.3. Оборотність матеріальних обігових коштів. 2.4. Характеристика дебіторської заборгованості. 2.5. Ефективність використання трудових ресурсів	<i>Розподіл прибутку</i> 2.1. Дивіденд на акцію. 2.2. Коефіцієнт виплати дивідендів. 2.3. Коефіцієнт покриття дивідендів. 2.4. Співвідношення дивідендів та активів	<i>Обслуговування боргу</i> 2.1. Частка обов'язків у активі. 2.2. Частка боргу у капіталізації. 2.3. Співвідношення власних та позикових коштів. 2.4. Співвідношення ризику та доходу.
3	<i>Прибутковість</i> 3.1. Співвідношення валових надходжень до чистої суми активів. 3.2. Дохідність на основі поточної вартості активів. 3.3. Обґрунтування інвестиційних проектів (система показників ефективності). 3.4. Аналіз грошових потоків від інвестицій	<i>Ринкові показники</i> 3.1. Співвідношення ціни та прибутку на акцію. 3.2. Мультиплікатор грошових потоків. 3.3. Співвідношення ринкової та номінальної ціни акції. 3.4. Відносні зміни цін на акції	<i>Обслуговування боргу</i> 3.1. Аналіз грошових потоків. 3.2. Коефіцієнт покриття обов'язків. 3.3. Коефіцієнт покриття процентних виплат

Створення системи ефективного антикризового управління підприємством неможливе без оцінки його вихідного (поточного) стану, що включає: аналіз фінансового стану підприємства; оцінку вартості підприємства.

Оцінка майна і підприємства в цілому є складеним елементом загальної системи ціноутворення, тобто вона покликана збалансувати інтереси поточного і передбачуваного власників продукції. Розрізняють наступні види оцінних вартостей: вартість у користуванні і вартість в обміні.

Вартість у користуванні носить суб'єктивний характер, тому що виражає думку власника підприємства щодо можливостей його подальшого використання.

Вартість в обміні визначається за припущенням про можливий продаж підприємства на вільному, відкритому і конкурентному ринку в умовах рівноваги, що встановлюється факторами попиту та пропозиції. Основні вартості в обміні: ринкова, інвестиційна, ліквідаційна. Оцінка вартості підприємства (бізнесу) чи його елементів ґрунтується на цілому ряді економічних принципів: відповідності попиту та пропозиції; конкуренції; залежності від зовнішнього середовища; заміщення; зміні вартості; збалансованості;

внеску; найбільш ефективному використанню; відповідності і чекання.

При оцінці вартості підприємства і його елементів використовують наступні підходи: витратний; порівняння продажів (аналоговий); дохідний. Залежно від цілей замовника оцінка звичайно проводиться у відношенні: матеріальних активів; фінансових активів; нематеріальних активів; підприємства в цілому.

При оцінці вартості підприємства в цілому оцінювачі повинні розглядати його як єдиний майновий і виробничий комплекс. При цьому застосовуються наступні методи: чистої вартості активів; ринкові порівняння; дохідний.

Розвиток бізнесу припускає розвиток підприємства як внутрішній, так і зовнішній. Внутрішній – це розвиток виробничого потенціалу, модернізація і розширення основних і обігових фондів, диверсифікованість, реструктуризація капіталу та інші заходи, що не стосуються організаційно-правової форми підприємства. Зовнішній – стосується організаційно-правової форми підприємства – юридичної особи і виражається, як правило, у реорганізації структури підприємства.



Рис. 4.15. Основні критерії результативності розробленої інвестиційної стратегії підприємства

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що представляє собою інвестиційна стратегія?
2. Що таке стратегічна зона господарювання?
3. Що таке стратегічний інвестиційний центр?
4. Що називають стратегічним набором?
5. Для чого підприємству потрібна інвестиційна стратегія?
6. Які принципи розробки інвестиційної стратегії підприємства?
7. Які основні етапи процесу розробки інвестиційної стратегії підприємства?
8. Що розуміють під стратегічними цілями інвестування?
9. Які цілі інвестиційної діяльності розрізняють?
10. Які основні етапи прийняття стратегічних інвестиційних рішень?
11. Що таке інвестиційна політика підприємства, які її типи розрізняють?
12. Критерії результативності розробленої інвестиційної стратегії підприємства.

ТЕМА 5. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства

План

1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства: класифікація, форми залучення
2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства: основні завдання та етапи розробки
3. Сучасні методи фінансування інвестиційних проектів і програм підприємства
4. Вартість інвестиційних ресурсів: поняття і методи оцінки
5. Розподіл коштів при фінансуванні інвестицій

5.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства: класифікація, форми залучення

Інвестиційна діяльність підприємства в усіх її формах здійснюється за рахунок усіх можливих джерел. **Інвестиційні ресурси** – це всі види фінансових та інших активів, які залучаються з метою здійснення вкладень в об’єкти інвестування. Джерела формування інвестиційних ресурсів у ринковій економіці різнобічні. Перелік усіх можливих джерел інвестування за каналами надходження інвестиційних коштів наведено в Законі України „Про інвестиційну діяльність”: власні фінансові ресурси інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, повернення збитків щодо аварій, стихійного лиха, грошових накопичень та збережень фізичних і юридичних осіб та ін.); займані (позикові) фінансові кошти інвестора (облігаційні займи, банківські та бюджетні кредити); залучені фінансові кошти інвестора (кошти від продажу акцій, пайові та інші вклади фізичних і юридичних осіб); бюджетні інвестиційні асигнування; безоплатні та благодійні вклади, пожертвування організацій, підприємств, громадян.

Джерела формування інвестиційних ресурсів поділяються на три основні групи: *власні, залучені, позикові*.

Власні інвестиційні джерела підприємства є основними. До них відносяться: прибуток, що залишається у розпорядженні підприємства після сплати податків та інших обов’язкових платежів;

амортизаційні відрахування; виконані раніше довгострокові фінансові вкладення, строк сплати яких закінчується в поточному періоді; реінвестований прибуток шляхом продажу частини основних фондів; страхова сума відшкодування збитків, викликаних втратою майна; частка зайвих обігових активів, що іммобілізується в інвестиції; гранти.

Прибуток – головна форма чистого доходу підприємства, що відбиває вартість додаткового продукту. Розмір прибутку визначається як різниця між ціною реалізації продукції (робіт, послуг) й витратами на її виробництво на підприємстві. Прибуток є узагальнюючим показником комерційної діяльності підприємства, важливим джерелом формування фінансових ресурсів як для самого підприємства, так і для держави.

Другою важливою складовою джерел інвестицій є **амортизація**. Амортизаційний фонд призначено для відновлення та оновлення основних фондів. Прискорена амортизація є важливим власним джерелом інвестицій і є стимулом інвестування. Однак нерівномірне списання зносу означає, що підприємство бере в борг у самого себе, інвестує кошти майбутніх періодів.

Власні джерела інвестицій підприємства порівняно із залученими та позиковими характеризуються простотою і швидкістю залучення, високою віддачею за критерієм норми прибутковості капіталу (не вимагають сплати позикового відсотка в будь-яких його формах).

Разом з власними джерелами інвестицій використовуються **залучені кошти**: емісія акцій підприємства; емісія інвестиційних сертифікатів (інвестиційних фондів і компаній); внесок сторонніх вітчизняних та зарубіжних інвесторів у статутний фонд; безкоштовне цільове інвестування, що надається державними органами та комерційними структурами. Серед залучених джерел, в першу чергу розглядається можливість залучення акціонерного капіталу. До переваг фінансування підприємства за допомогою акцій можна віднести відсутність необхідності постійних обов'язкових виплат з прибутку: розмір дивіденду за звичайними акціями може змінюватися від нуля до значних розмірів при успішній діяльності.

Однією з форм додаткового залучення капіталу є **розширення статутного фонду за рахунок додаткових внесків** (паїв) вітчизняних та закордонних інвесторів.

Важливими джерелами інвестицій є такі можливі **позикові**

кошти: довгострокове кредитування; цільовий державний кредит; інвестиційний податковий кредит; інвестиційний лізинг; інвестиційний селенг. Головну роль у позикових коштах інвестування підприємства відіграють кредити банків.

Інвестиційний селенг є однією з нових форм залучення інвестиційних ресурсів. Це специфічна форма зобов'язання, що складається з передачі власником (юридичними або фізичними особами) прав з користування та розпорядження його майном за відповідну плату. **Лізинг** – це довгострокова оренда машин, устаткування, транспортних засобів, а також споруд виробничого характеру.

Внутрішні джерела інвестування – це національні джерела, а саме: власні кошти підприємств, ресурси фінансового ринку, збереження населення, бюджетні інвестиційні асигнування. *Зовнішні джерела* – це іноземні інвестиції, кредити, займи. Ця класифікація відображає структуру фінансових джерел щодо їх формування та використання на рівні національної економіки в цілому, тобто на макроекономічному рівні.

На мікроекономічному рівні такий розподіл має у деякій мірі інший зміст. До *зовнішніх джерел суб'єкта господарювання* відносяться: бюджетні інвестиції, кошти кредитних установ та організацій, страхових компаній, недержавних пенсійних та інвестиційних фондів, інших інституціональних інвесторів, збереження населення, продаж цінних паперів та ін. *Внутрішні джерела суб'єкта господарювання* – це прибуток, амортизація, інвестиції власників підприємства.

Принципи формування інвестиційних ресурсів підприємства:

1. Урахування перспектив діяльності підприємства.
2. Забезпечення відповідності обсягу залучення інвестиційних ресурсів обсягу інвестиційних потреб підприємства.
3. Оптимізація структури інвестиційних ресурсів з позиції забезпечення ефективності інвестиційної діяльності.
4. Забезпечення мінімізації витрат на формування інвестиційних ресурсів з різних джерел.
5. Забезпечення ефективного використання інвестиційних ресурсів у процесі інвестиційної діяльності.

5.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства: основні завдання та етапи розробки

Політика формування інвестиційних ресурсів являє собою частину загальної інвестиційної стратегії підприємства, яка полягає у забезпеченні необхідного рівня самофінансування його інвестиційної діяльності з різних джерел та залучення для цих цілей капіталу в найбільш ефективних формах.

Таблиця 5.1

Етапи розробки політики формування інвестиційних ресурсів підприємства

I етап	Оптимізація структури інвестиційного капіталу
II етап	Аналіз стану формування інвестиційних ресурсів підприємства у попередньому періоді
III етап	Визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів
IV етап	Вибір ефективних схем фінансування окремих реальних інвестиційних проектів
V етап	Забезпечення цільового обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел
VI етап	Забезпечення необхідного обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел
VII етап	Визначення граничного обсягу залучення позикових інвестиційних ресурсів
VIII етап	Визначення співвідношення обсягу позикових інвестиційних ресурсів, які залучаються на коротко- та довгостроковій основі
IX етап	Забезпечення мінімізації вартості залучення інвестиційних ресурсів з різноманітних джерел

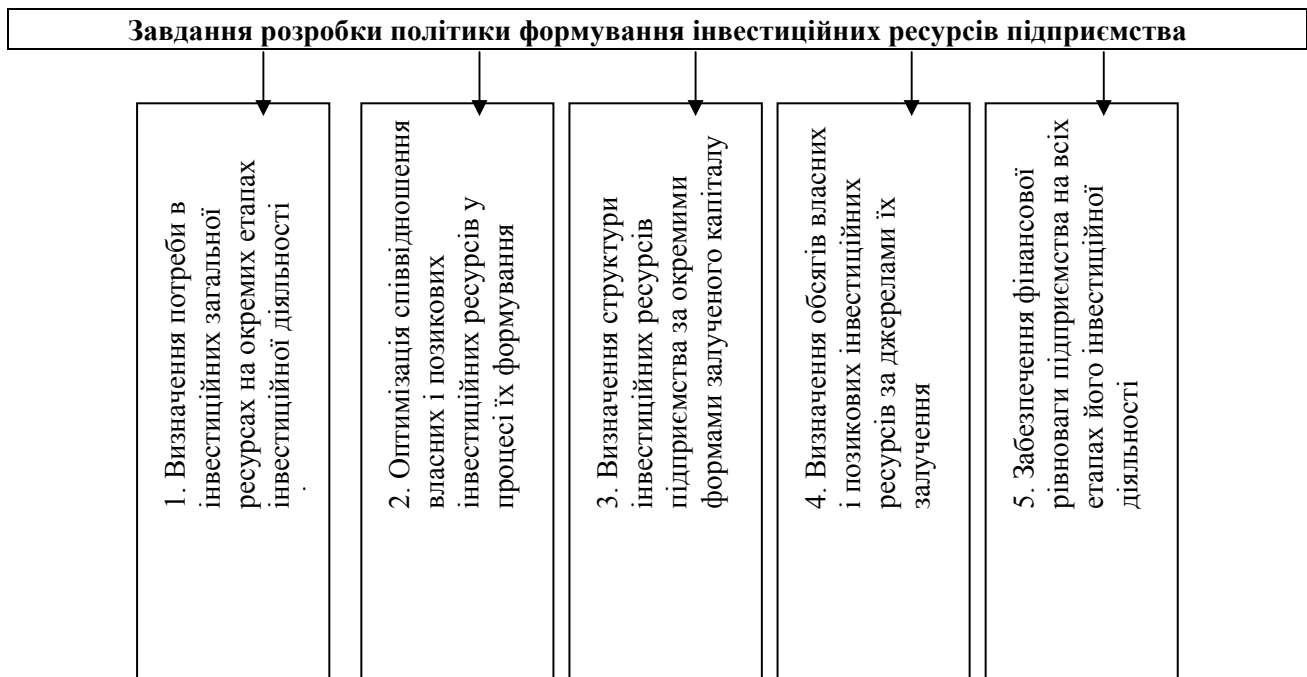


Рис. 5.2. Завдання розробки формування інвестиційних ресурсів підприємства

Стратегія формування інвестиційних ресурсів є важливим складовим елементом не тільки інвестиційної стратегії, а й фінансової стратегії фірми.

Розробка стратегії покликана забезпечити:

- безперерйну інвестиційну діяльність у передбачених обсягах;
- найбільш ефективне використання власних, залучених і, особливо, позикових коштів;
- фінансову стійкість підприємства у довгостроковій перспективі.

Стратегія формування інвестиційних ресурсів підприємства та їх взаємозалежність і взаємозв'язок здійснюється за чотирма етапами.

Етап 1. Визначення необхідного обсягу фінансових коштів для реального інвестування ($\sum IP_p$) з огляду на напрямки інвестиційної стратегії галузей підбираються об'єкти-аналоги, за якими розраховують вартість будівництва ($K_{zn} = K_{нб} + U_{об}$) чи його придбання (3). Розмір резерву ($Рез$) розраховується так: $0,1(\sum IP_p + \sum IP_{ф})$.

$$K_{нб} = M \times U_{кв} + B, \quad (5.1)$$

де $K_{нб}$ – потреба у капіталовкладеннях для нового будівництва; M – проектна виробнича потужність об'єкта (т, м, тис.

од. тощо); $U_{кв}$ – середня сума будівельних витрат на одиницю потужності об'єктів даного профілю; B – інші витрати, пов'язані з будівництвом об'єкта.

Розраховуються вкладення в обігові активи ($U_{об}$) нового підприємства з урахуванням питомої ваги основних фондів у загальній сумі активів аналогічних підприємств даної галузі ($U_{оф}$):

$$U_{об} = \frac{K_{нб} \cdot 100}{U_{оф}}, \quad (5.2)$$

Вартість придбання (3) діючого підприємства визначається таким чином:

1) на основі чистої балансової вартості ($Cб$) об'єктів:

$$Cб = ОФ + НА + Зоб + \Phi + KB + НБ \cdot Ki, \quad (5.3)$$

де $ОФ$ – залишкова вартість проіндексованих основних засобів; $НА$ – нематеріальні активи; $Зоб$ – запаси матеріальних обігових коштів за залишковою вартістю; Φ – сума усіх видів фінансових ресурсів підприємства, за винятком заборгованості; KB – капіталовкладення; $НБ$ – незавершене будівництво; Ki – коефіцієнт індексації основних фондів;

2) на основі прибутку ($Cп$) при визначенні реальної суми середньорічного прибутку за ряд років або очікувана сума на майбутній період:

$$Cп = \frac{Пс}{Нін}, \quad (5.4)$$

де $Пс$ – середньорічна сума реального прибутку за ряд років;

$Нін$ – середня норма прибутковості інвестицій (у десятковому вимірі);

3) на основі ринкової вартості ($Cв$) з використанням даних про продаж аналогічних підприємств чи за конкурсом на аукціонах у процесі приватизації.

Таким чином,

$$Cб = \sum IPp, \quad Cп = \sum IPp, \quad Cв = \sum IPp. \quad (5.5)$$

Загальна потреба в ресурсах для реального інвестування диференціюється за окремими періодами реалізації інвестиційної стратегії.

Прогнозування потреби в необхідному обсязі інвестиційних ресурсів для фінансових інвестицій ($\sum IPф$) ґрунтується на встановлених раніше співвідношеннях різних форм інвестування, що

прогнозується. За кожним із цих періодів потреба ($IP_{поч}^{\phi}$) в інвестиційних ресурсах визначається таким чином:

$$IP_{поч}^{\phi} = \frac{\sum IP_p \cdot U_{\phi}}{U_p}, \quad (5.6)$$

де U_{ϕ} – питома вага очікуваних фінансових інвестицій у періоді, який прогнозується; U_p – питома вага реальних інвестицій у відповідному періоді, що прогнозується.

Загальна потреба в інвестиційних ресурсах ($\sum IP_{\phi}$) для фінансових інвестицій визначається сумою потреби в них у першому періоді та розміром приросту цих ресурсів у кожному наступному періоді ($\Delta IP_1^{\phi}, \Delta IP_2^{\phi} \dots \Delta IP_n^{\phi}$):

$$\sum IP_{\phi} = IP_{поч}^{\phi} + \dots \Delta IP_n^{\phi}. \quad (5.7)$$

Загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів ($\sum IP_n$) розраховується підсумовуванням потреб у інвестиційних ресурсах для реального інвестування ($\sum IP_p$), для фінансового інвестування ($\sum IP_{\phi}$) та суми резервного капіталу ($Рез$):

$$Рез = 0,1(\sum IP_p + \sum IP_{\phi}), \quad (5.8)$$

$$\sum IP_n = \sum IP_p + \sum IP_{\phi} + Рез. \quad (5.9)$$

Для розрахунку суми резерву може бути використано 10 – 15% непередбачуваних витрат (0,1 – 0,15).

Етап 2. Розробка стратегії визначення обсягів інвестиційних ресурсів передбачає можливості формування ресурсів за рахунок різних джерел. Насамперед, розглядаються можливі джерела (власні, залучені, позикові) формування інвестиційних ресурсів з урахуванням специфіки діяльності підприємства, форми власності та організаційно-правової форми господарювання.

Етап 3. Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів потребує особливої уваги. При розробці стратегії формування інвестиційних ресурсів звичайно розглядаються п'ять основних методів фінансування окремих інвестиційних програм та інвестиційних проектів.

Етап 4. Заключний етап, пов'язаний з оптимізацією структури джерел формування інвестиційних ресурсів. У процесі необхідно враховувати основні особливості кожної з груп джерел фінансування.

5.3. Сучасні методи фінансування інвестиційних проектів і програм підприємства

Визначення потреби в інвестиційному капіталі здійснюється в розрізі елементів (рис. 5.3).

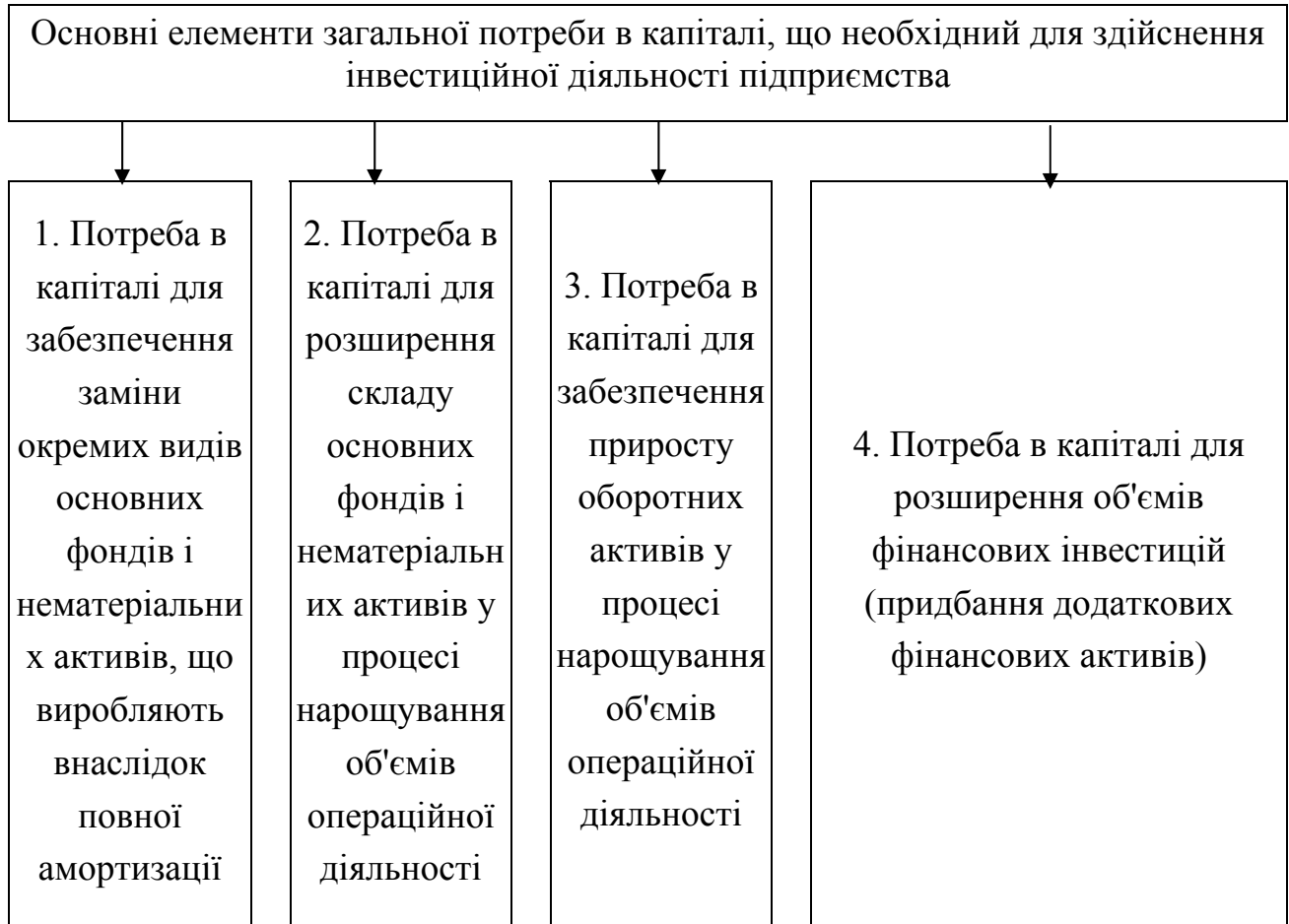


Рис. 5.3. Основні елементи загальної потреби в капіталі, що необхідний для здійснення інвестиційної діяльності підприємства

Світовий досвід переконує, що в умовах перехідних економік, або економік, котрі розвиваються, становлення ринку цінних паперів потребує державної підтримки, а саме: сприяння формуванню інвестиційного клімату; вдосконаленню законодавства; лібералізації системи регулювання ринку цінних паперів; розвитку ринків державних і муніципальних цінних паперів тощо.

Однією із форм державної підтримки фондового ринку є податкове стимулювання. Створення податкових стимулів є вагомим інструментом заохочення населення (інвесторів – фізичних осіб) до вкладення коштів у вітчизняні цінні папери, зокрема в акції акціонерних товариств.

Промислово-фінансові групи у ринковій економіці виникають не випадково, а відповідно до об'єктивних вимог. Такі утворення формуються з метою широкомасштабної інвестиційної діяльності та акумуляції грошових ресурсів. Причому йдеться про певну скоординованість та спрямованість процесів мобілізації грошового капіталу. Накопичення інвестиційних ресурсів може здійснюватися трьома основними способами:

- 1) концентрацією вільних коштів у фінансових інститутах з наступним наданням їх виробничим підприємствам, що їх потребують;
- 2) залученням коштів зовнішніх інвесторів, ефективним використанням акціонерного капіталу;
- 3) акумуляцією в головній компанії коштів із використанням спеціального інвестиційного рахунка.

Залежно від обраних підприємством методів фінансування інвестицій (рис. 5.4) визначаються джерела надходження інвестиційних ресурсів (рис. 5.5, рис. 5.6, рис. 5.7).

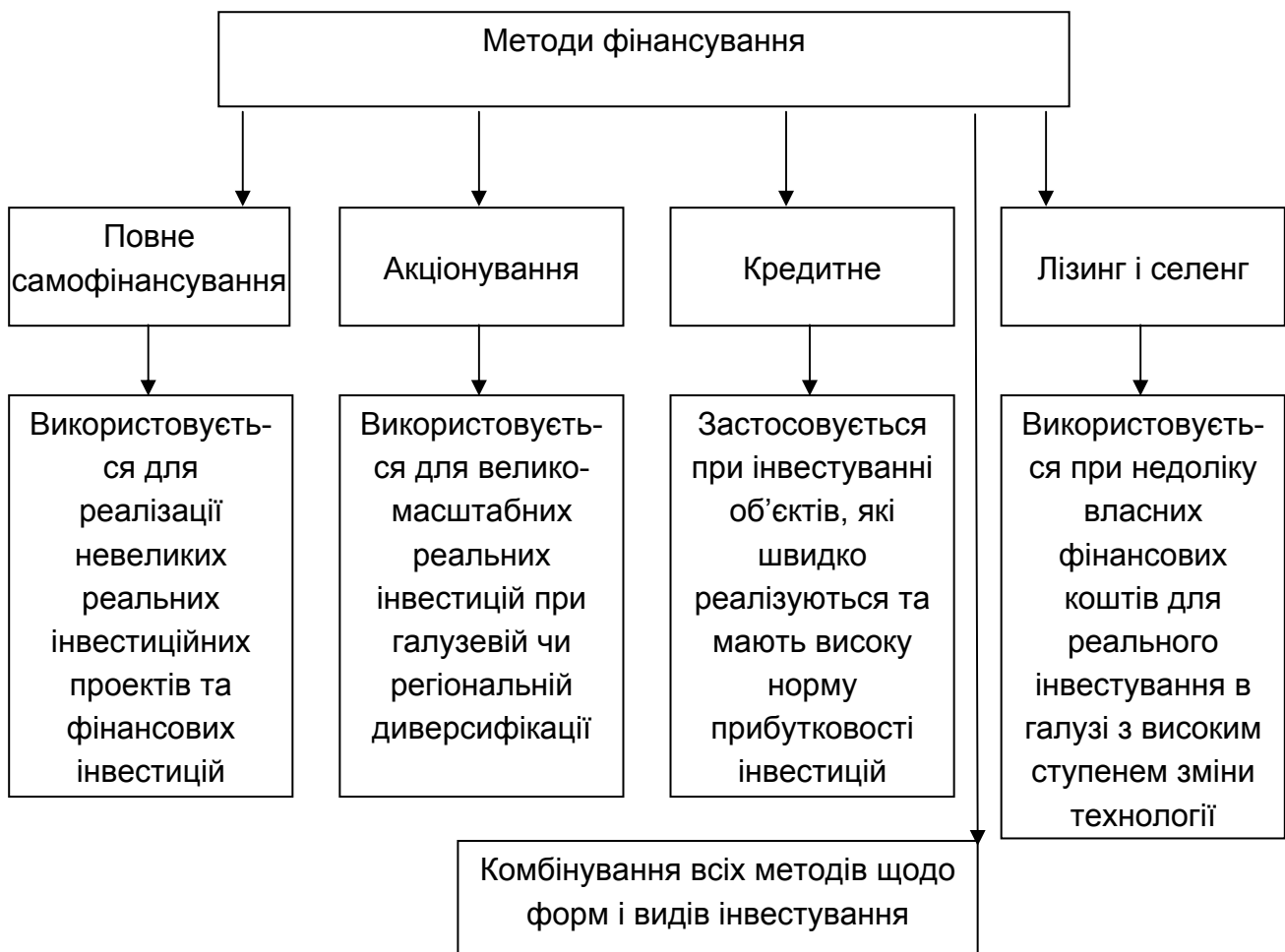


Рис. 5.4. Методи фінансування інвестицій



Рис. 5.5. Внутрішні джерела власних інвестиційних ресурсів підприємства



Рис. 5.6. Зовнішні джерела формування власних інвестиційних ресурсів підприємства

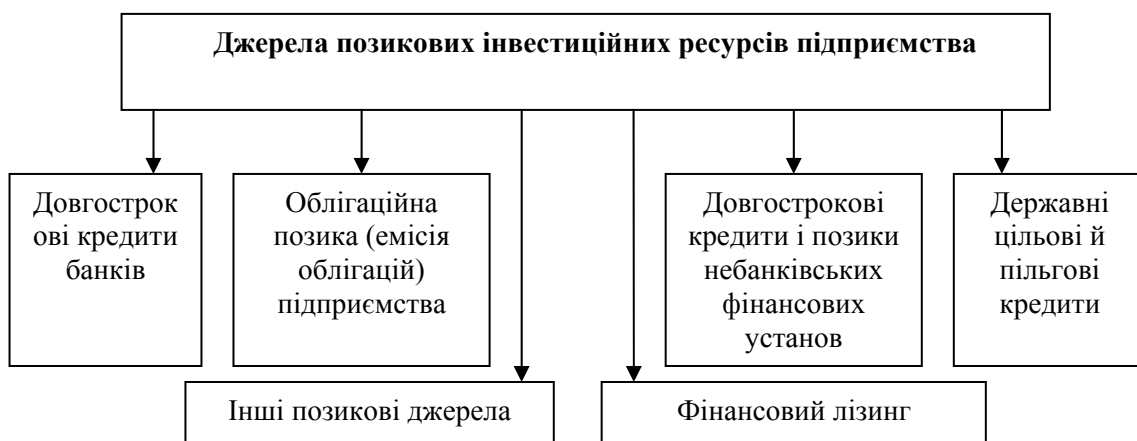


Рис. 5.7. Джерела позикових інвестиційних ресурсів підприємства

Вибір джерел формування інвестиційних ресурсів підприємство здійснює відповідно до прийнятого ним методу фінансування з урахуванням основних факторів (рис. 5.8).



Рис. 5.8. Основні фактори, що впливають на вибір джерел формування інвестиційних ресурсів підприємства

Укрупнене фінансування інвестиційних проектів здійснюється за двома системами, які поєднують в собі декілька основних методів (рис. 5.9).

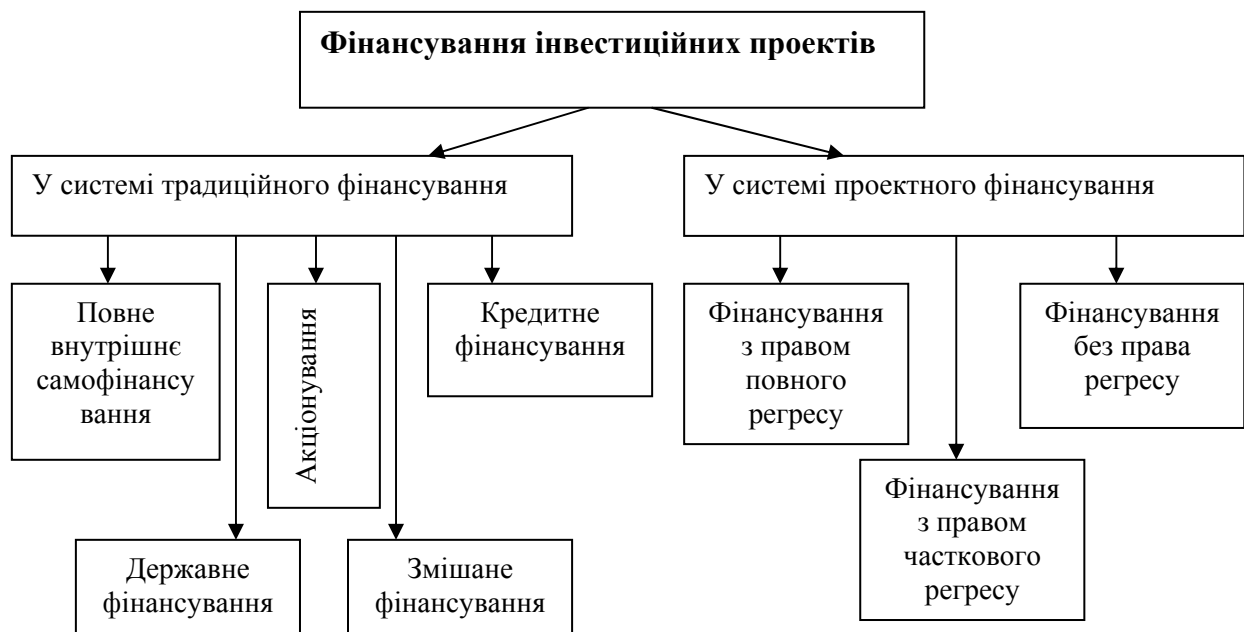


Рис. 5.9. Фінансування інвестиційних проектів

5.4. Вартість інвестиційних ресурсів: поняття і методи оцінки

Вартість інвестиційного капіталу є вартістю грошових коштів, використовуваних для фінансування проекту, що повинна визначатися як і всі Інші витрати в інвестиційних розрахунках, як альтернативна вартість.

Визначення вартості капіталу, використовуваного для інвестицій, передбачає ідентифікацію всіх його складових і вартості їх залучення. Результати розрахунків зводяться в єдиний показник - **середньозважену вартість капіталу (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*)**.

WACC може бути визначена в таких варіантах:

- фактична середньозважена вартість капіталу (по наявній структурі і вартості джерел);
- прогнозована WACC (по плановій структурі і прогнозованому рівню вартості джерел);
- оптимальна WACC (по оптимальній цільовій структурі і вартості джерел).

5.5. Розподіл коштів при фінансуванні інвестицій

Оптимальна структура інвестиційного капіталу – це таке співвідношення використовуваних власних і позикових коштів, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто мінімізується.

Таблиця 5.2

Етапи оптимізації структури інвестиційного капіталу

I етап	Аналіз інвестиційного капіталу підприємства
II етап	Оцінка основних факторів, що визначають формування структури інвестиційного капіталу
III етап	Оптимізація структури інвестиційного капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності
IV етап	Оптимізація структури інвестиційного капіталу за критерієм мінімізації його вартості
V етап	Оптимізація структури інвестиційного капіталу за
	критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків
VI етап	Формування показника цільової структури інвестиційного капіталу

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що таке інвестиційні ресурси підприємства та за якими ознаками вони класифікуються?
2. Які принципи формування інвестиційних ресурсів підприємства?
3. Що таке політика формування Інвестиційних ресурсів, які етапи її розробки?
4. Які є внутрішні джерела інвестиційних ресурсів підприємства?
5. Які є зовнішні джерела інвестиційних ресурсів підприємства?
6. Які основні фактори, що впливають на вибір джерел фінансування інвестицій?
7. Що таке вартість інвестиційного капіталу?
8. Які є варіанти визначення середньозваженої вартості інвестиційного капіталу?
9. Яка структура інвестиційного капіталу вважається оптимальною?
10. Які етапи оптимізації структури інвестиційного капіталу?

ТЕМА 6. Управління реальними інвестиціями підприємства

План

1. Форми реальних інвестицій, обґрунтування їх вибору
2. Управління реальними інвестиціями: зміст, порядок здійснення
3. Управління розробкою інвестиційних проектів. Бізнес-план реального інвестиційного проекту, методичні засади його розробки
4. Бюджет реального інвестиційного проекту та його види
5. Контроль реалізації інвестиційного проекту, критерії її припинення та методичні підходи щодо оцінки ефективності реальних інвестицій

6.1. Форми реальних інвестицій, обґрунтування їх вибору

Основою інвестиційної діяльності підприємства є **реальне інвестування**. Серед реальних інвестиційних проектів найбільшу частку займають проекти, реалізовані шляхом різних форм капіталовкладень.

1. **Придбання цілісних майнових комплексів** становить інвестиційну операцію великих підприємств. Ця форма реальних інвестицій забезпечує звичайно ефект “синергізму”, що полягає у зростанні сукупної ринкової вартості активів підприємств (порівняно з їх балансовою вартістю) за рахунок можливостей більш ефективного їх загального фінансового потенціалу, взаємодоповнення, технологій і номенклатури продукції, що випускається, можливостей зниження рівня операційних витрат, спільного використання збутової мережі на різних регіональних ринках та інших аналогічних факторів.

2. **Нове будівництво** становить інвестиційну операцію, пов’язану з будівництвом нового об’єкта із закінченим технологічним циклом за індивідуально розробленим чи типовим проектом на територіях, що спеціально надаються.

3. **Реконструкція** – інвестиційна операція пов’язана з істотним перетворенням усього виробничого процесу на основі сучасних науково-технологічних досягнень.

4. **Модернізація** становить інвестиційну операцію, яка пов’язана з удосконаленням і приведенням активної частини основних виробничих фондів у стан, що відповідає сучасному рівню здійснення технологічних процесів, шляхом конструктивних змін основного парку машин, механізмів і устаткування, які використовуються підприємством у процесі операційної діяльності.

5. **Перепрофілювання** – інвестиційна операція, пов’язана із

заміною чи доповненням наявного парку устаткування щодо розширення асортименту чи номенклатури продукції (робіт чи послуг) відповідно до маркетингової стратегії підприємства.

6. Інноваційне інвестування в нематеріальні активи становить інвестиційну операцію, спрямовану на використання в операційному та інших видах діяльності підприємства нових наукових і технологічних знань на шляху до досягнення комерційного успіху або соціального ефекту.

7. Інвестування приросту запасів матеріальних обігових активів – інвестиційна операція, спрямована на розширення обсягу використовуваних операційних активів підприємства, що забезпечує необхідну пропорційність (збалансованість) у розвитку позаобігових та обігових операційних активів у результаті здійснення інвестиційної діяльності.

Вибір конкретних форм реального інвестування підприємства визначається його інвестиційною стратегією у відповідно до стратегії підприємства в цілому, можливостей впровадження нових ресурсо- і трудозберігаючих та конкурентоспроможних технологій (зниження рівня операційних витрат та підвищення якості), потенціалу формування інвестиційних ресурсів (грошових та інших активів, які вкладаються в об'єкти реального інвестування).

6.2. Управління реальними інвестиціями: зміст, порядок здійснення

Управління реальними інвестиціями підприємства є системою принципів і методів підготовки, оцінки та реалізації прийнятих до впровадження інвестиційних проектів відповідно до цілей інвестиційної діяльності.

Процес формування політики управління реальними інвестиціями підприємства здійснюється в розрізі таких основних етапів:

Етап 1. Аналіз стану реального інвестування в попередньому періоді.

Етап 2. Визначення загального обсягу реального інвестування в майбутньому періоді.

Етап 3. Визначення форм реального інвестування.

Етап 4. Підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів.

Етап 5. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів.

Етап 6. Формування портфеля реальних інвестицій з урахуванням

ризик.

Етап 7. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів та інвестиційних програм.

6.3. Управління розробкою інвестиційних проектів. Бізнес-план реального інвестиційного проекту, методичні засади його розробки

Усі форми реального інвестування, намічені до здійснення, можна розглядати як сукупність окремих проектів що мають сутнісні характеристики (рис. 6.1).

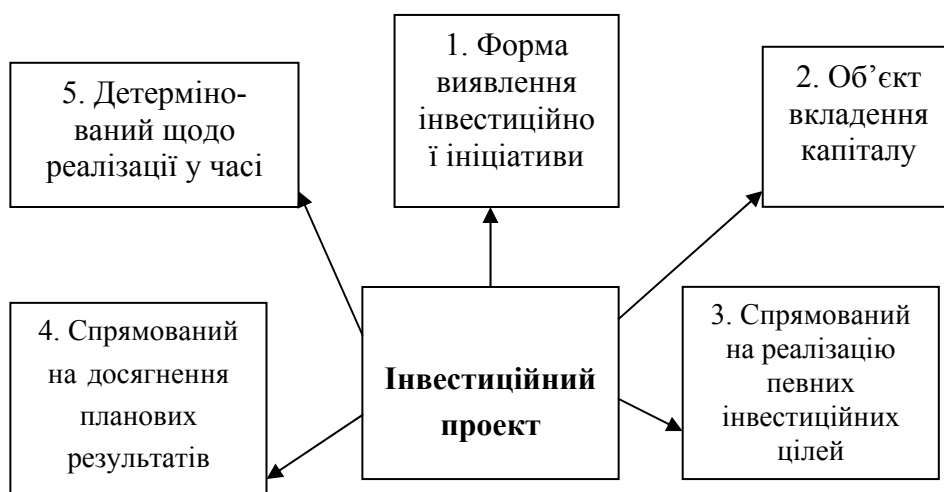


Рис. 6.1. Сутнісні характеристики інвестиційного проекту

Інвестиційний проект – це система організаційно-правових та розрахунково-фінансових документів, необхідних для здійснення дій щодо впровадження різних форм реального інвестування. Процес розробки інвестиційного проекту включає в себе три окремі фази: передінвестиційна, де здійснюється вибір конкретного інвестиційного проекту; експлуатаційна (постінвестиційна).

Головні цілі інвестиційного проекту – максимізація обсягу виробництва або мінімізація витрат, технічна ефективність проекту (максимальний прибуток) та оптимізація технічних і економічних аспектів, які повинні бути метою стратегічного планування бізнесу.

У світовій практиці інвестиційний проект становить комплекс взаємопов'язаних заходів, направлених на досягнення поставлених цілей в умовах обмежених фінансових, матеріальних і інших ресурсів. Життєвий цикл інвестиційного проекту включає наступні стадії: формулювання проекту, проектний аналіз, розробка проекту,

його здійснення і оцінка результатів, ліквідація.

Інвестиційний проект – це основний документ, що визначає необхідність здійснення реального інвестування, у якому в загальноприйнятій послідовності його розділів подаються основні характеристики проекту та фінансові показники, пов'язані з його реалізацією.

Інвестиційні проекти, які розробляються в розрізі окремих форм реального інвестування підприємства, **класифікуються** за певною низкою ознак (рис. 6.2).

Бізнес-план є одним з основних документів, що визначає стратегію функціонування підприємства. Найважливішим завданням розробки бізнес-планів є проблема залучення й обґрунтування інвестицій і кредитів, у тому числі закордонних, необхідних для здійснення проектів техніко-технологічного переоснащення або реконструкції підприємств.

Бізнес-план – стандартний для більшості держав з розвинутою ринковою економікою документ, в якому детально обґрунтовується концепція призначеного для реалізації реального інвестиційного проекту та наводяться основні його розділи.

Бізнес-план надає можливість визначити життєздатність проекту в умовах конкуренції; надає інформацію щодо напряду розвитку проекту (підприємства); є основою (інструментом) отримання зовнішнього фінансування.

Сучасна практика підприємницької діяльності свідчить про те, що підприємець для здійснення реального інвестування у формі капітальних вкладень повинен мати чіткі уявлення про майбутній бізнес, його масштаби та форми; найважливіші показники маркетингу, виробничої та фінансової діяльності; сировинне, технічне та кадрове забезпечення проекту; обсяги необхідних інвестицій та терміни їх повернення; ризиках, пов'язаних з реалізацією проекту та інших характеристиках.

Підходи до розробки та викладення бізнес-плану диференціюється в залежності від характеру інвестиційного проекту. Для великих інвестиційних проектів, що потребують значних капітальних витрат, а також для проектів, пов'язаних з виробництвом і впровадженням на ринок нових видів продукції, товарів та послуг, розробляється повний варіант бізнес-плану, що викладається на 40-50 сторінках. Необхідність такого детального обґрунтування диктується підвищеним рівнем ризиків для інвестора та залучення до аналізу

бізнес-плану експертів відповідного профілю. Для невеликих інвестиційних проектів дозволяється розробка короткого варіанта бізнес-плану обсягом 10-15 сторінок, який в подальшому за вимогою інвестора або кредитора може уточнюватися або доповнюватися. У подальшому, викладення вимог до розробки бізнес-плану, буде здійснено стосовно повного варіанта.

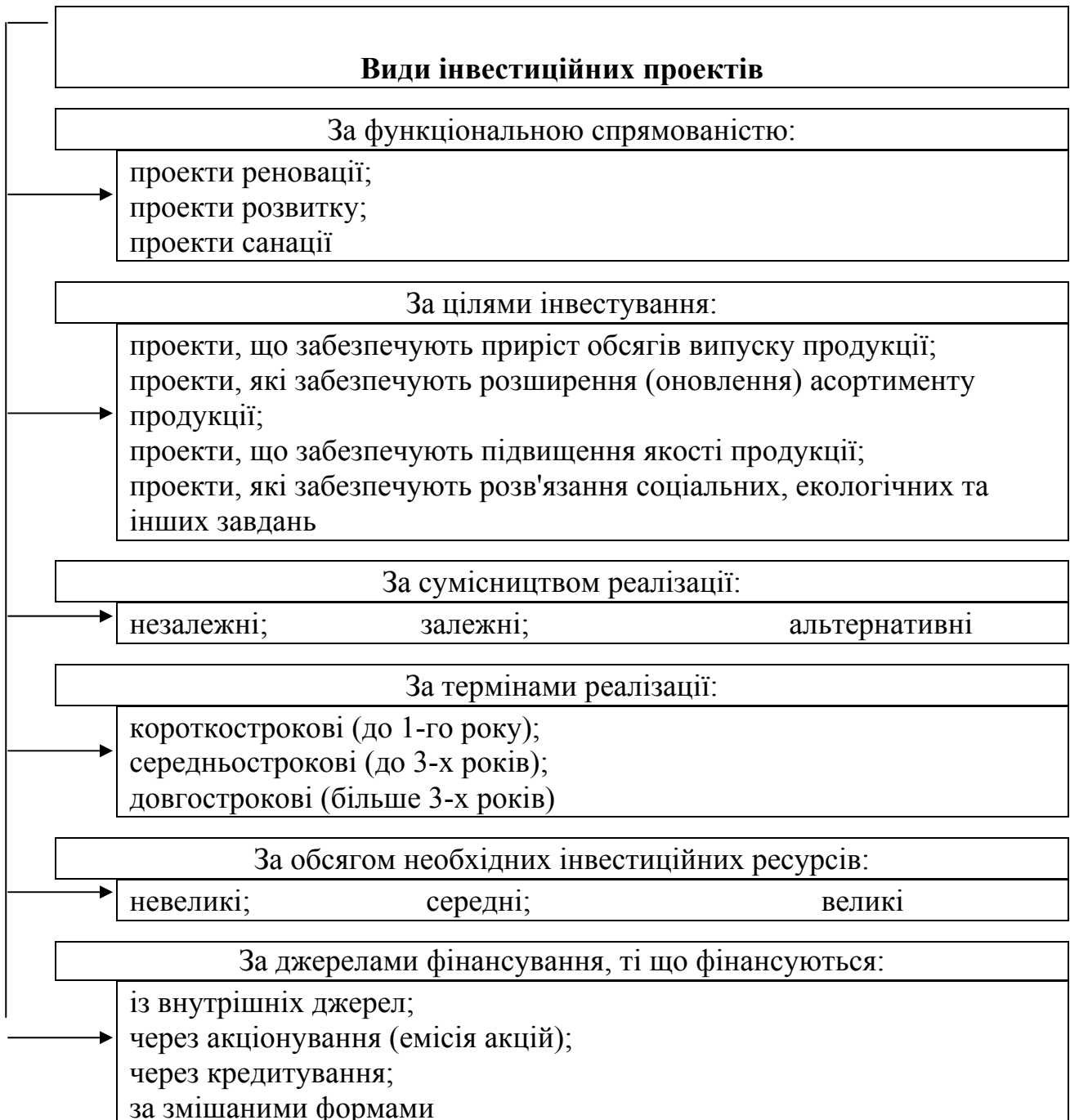


Рис. 6.2. Класифікація інвестиційних проектів

Розробка та викладення бізнес-плану підпорядковані певній логічній структурі, яка носить уніфікований характер.

1. Резюме або коротка характеристика інвестиційного проекту, хоча і відкриває поданий бізнес-план, але складається після розробки всіх інших розділів, коли концепція проекту її обґрунтування та форми реалізації вже чітко визначені. Це робиться для того, щоб інвестор на підставі тільки цього розділу зміг би зробити висновок про те, чи відповідає проект напрямку його інвестиційної діяльності та його інвестиційної стратегії; чи відповідає він потенціалу його інвестиційних ресурсів; чи задовольняє його проект за періодами реалізації та термінами повернення вкладеного капіталу і т.д. Якщо інвестор за результатами розгляду цього розділу робить висновок про доцільність участі в реалізації інвестиційного проекту або якщо розділ не містить достатньої та чіткої інформації для певних висновків, з наступними розділами він знайомиться не буде. Звідси витікає головна вимога до підготовки даного розділу – лаконічність (не більше двох-трьох сторінок), інформативність та простота викладення матеріалу.

Як правило, розділ починається з викладення концепції інвестиційного проекту, до якої включається обґрунтування цілі реалізації підприємницької ідеї; висновки про його перспективи та найбільш сприятливі форми для реалізації інвестиційного проекту.

У закінчення цього розділу повинна бути розміщена характеристика інвестиційного проекту – необхідна сума інвестиційних ресурсів; період здійснення інвестицій до початку ефективної експлуатації об'єкта; можливий термін експлуатації об'єкта до початку наступного його розширення або технічного переоснащення; проектний період окупності інвестицій. Для іноземного інвестора додатково можуть бути викладені основні положення державного та правового регулювання даного бізнесу в Україні.

2. Характеристика галузі, в якій реалізується інвестиційний проект, дозволяє в узагальнюючому вигляді розглянути вплив зовнішнього середовища на перспективність та ефективність розвитку передбаченого інвестиційного проекту.

При викладенні цього розділу бізнес-плану розглядається відповідність галузевої спрямованості інвестиційного проекту задачам структурної перебудови економіки України; тенденції розвитку попиту на продукцію галузі; рівень розвитку ринкових відносин в галузі; середній рівень прибутковості капіталу в галузі за останній звітний період.

3. Характеристика продукції (послуг). Повинна розглядатися

їх особливість та привабливість для споживачів, переваги по відношенню до продукції (послуг), що вже є наявними на ринку. Така порівняльна оцінка здійснюється за параметрами функціонування продукції (послуг), її якості, дизайну та іншими ознаками.

Особливу увагу в процесі характеристики продукції (послуг) повинно бути зосереджено на оцінці її конкурентоспроможності за основними якісними ознаками, рівню цін, гарантіями і післяпродажного обслуговування і т.д. Бажано також вказати загальний період життєвого циклу даної продукції (послуг), що прогнозується та можливість подальшого її вдосконалення в межах діючої технології та рівня технічної оснащеності.

4. Розміщення об'єкта, яке розглядається в цьому розділі бізнес-плану, дозволяє, з одного боку, оцінити інвестиційну привабливість даного регіону, а з другого, - розглянути потенційні переваги його конкретного місце розташування з позицій наближеності до факторів виробництва (сировина, енергоресурси, трудовий потенціал) або до ринків збуту. У такій оцінці не останню роль відіграє можлива ринкова вартість земельної ділянки, на якій буде розміщено об'єкт.

При характеристиці розміщення об'єкта в цьому розділі повинна бути висвітлена взаємодія проекту з оточуючим середовищем – необхідно враховувати не тільки вплив клімату, флори, фауни, геологічної будови будівельної площадки й інших факторів на діяльність підприємства, але й зворотний процес, тобто яким чином діяльність підприємства буде впливати на екологію місце розташування підприємства і прилеглі до них райони.

5. Аналіз ринку представляє собою один із найбільш складних розділів бізнес-плану. Цей аналіз охоплює не тільки поточне, а й прогнозові дослідження ринку. *Дослідження ринку* – це процес отримання і інтерпретування інформації про ринок і ринкові позиції підприємства, який включає наступні розділи: а) аналіз галузі; б) аналіз споживачів і сегментація ринку; в) аналіз каналів збуту; г) аналіз конкурентної сегментації на ринку; д) вивчення позиції підприємства в ринковому оточенні; е) прогнозування можливих напрямків розвитку ринку.

Загальна інформація про ринок містить:

– моніторинг законодавства, пов'язаного з виробництвом, споживанням, експортом і імпортом досліджуваної продукції, оподаткуванням, кредитуванням і валютним регулюванням,

обмеженням діяльності й ін.;

- загальні економічні індикатори попиту на продукцію (існуюче виробництво і споживання даної продукції на душу населення; динаміка чисельності населення з розбивкою по регіонах; динаміка доходів населення, яка дає можливість визначити суму витрат кожного товару; динаміка купівельної спроможності споживачів);

рівень імпорту в розрізі обсягів і цін;

- виробництво та імпорт аналогічної продукції, яка може скласти конкуренцію продукції, що планується до виробництва; заплановані обсяги виробництва продукції, яка планується до випуску на даний ринок і має аналогічне призначення;

- обсяг і ціни експорту досліджуваної продукції;

- існуюча торгова практика;

- дані про відношення покупців до аналогів досліджуваної продукції.

Якщо виникне необхідність, то в цьому розділі можуть бути відображені й інші показники, які характеризують сучасний стан і перспективи розвитку ринку даної продукції (послуг).

6. Обсяг і структура виробництва продукції (послуг), що планується, є основою характеристики майбутньої виробничої діяльності об'єкта інвестування на стадії його експлуатації.

У процесі розробки цього розділу бізнес-плану на першому етапі обґрунтовується загальний обсяг випуску продукції (послуг) в середньому за рік при виході інвестиційного об'єкта на проектну потужність. На другому етапі аналогічні розрахунки виконуються в розрізі окремих асортиментних груп продукції. І на кінець, на третьому етапі результати вище виконаних розрахунків диференціюються за окремими роками майбутнього п'ятирічного періоду, тому що передбачається, що в міру освоєння проекту його виробнича потужність буде збільшуватися за рахунок реалізації окремих резервів.

7. Забезпеченість випуску продукції (послуг) основними ресурсами дозволяє з одного боку, визначити реальність обсягу випуску, що планується, а з іншого, ефективність розміщення інвестиційного проекту в обраному регіоні.

У значній мірі успішна реалізація проекту залежить від безперервного постачання сировини, матеріалів, інших необхідних

ресурсів і витрат, пов'язаних з їх поставкою, зберіганням, заміною й іншими факторами.

Практика показує, що більшість українських підприємств вважає питання забезпечення виробництва необхідною сировиною недостатньо важливим, особливо тоді, коли мають місце сталі, налагоджені відносини з постачальником, але як раз на вирішення цього питання звертають увагу більшість потенційних інвесторів.

Вибір сировини і матеріалів визначається перш за все технічними вимогами проекту і ситуацією на ринку сировини. Крім того, доцільно враховувати вимоги екології і виробничу стратегію, якщо вона передбачає мінімізацію ризику залежності від постачальника і ціни сировини.

Серед факторів виробництва розглядається також забезпеченість випуску продукції (послуг) відповідними виробничими будівлями та об'єктами виробничої інфраструктури.

І на кінець, важливу роль в системі факторів виробництва відіграє аналіз забезпеченості випуску продукції (послуг) кадрами відповідної кваліфікації. Іноді характер розміщення об'єкта створює серйозні проблеми із залученням не тільки фахівців, а й відповідних робочих професій.

8. Стратегія маркетингу розробляється як самостійний розділ бізнес-плану в наступних випадках: а) при виході на ринок з принципово новим видом продукції (послуг); б) при впровадженні на інші регіональні ринки України, країн СНД, ринки інших країн; в) при високому рівні конкуренції на відповідних товарних ринках (ринках послуг) даного регіону. При відсутності проблем з попитом на продукцію (послуги) та з конкуренцією, маркетингова стратегія може не розроблятися.

9. Управління реалізацією інвестиційного проекту повинно забезпечити його найбільш ефективно та швидко здійснення.

У цьому розділі визначається організаційно-правова форма реалізації інвестиційного проекту. Так, інвестиційний проект може бути реалізовано в межах діючої організаційно-правової форми його ініціатора; в межах організаційно-правової форми інвестора; шляхом створення нового акціонерного товариства відкритого чи закритого типу; шляхом створення товариства з обмеженою відповідальністю і т.д.

Бажано надати в цьому розділі схему організаційної структури управління об'єктом, а також вказати: чи може бути інвестиційний

проект реалізовано самостійно чи потрібно залучення підрядників та субпідрядників. В останньому випадку в бізнес-плані наводиться характеристика підрядників та субпідрядників.

10. Оцінка ризиків та форми їх страхування повинні розглядатися в розрізі окремих видів цих ризиків. До таких ризиків можуть бути віднесені:

- ризик затримки початку реалізації проекту;
- ризик несвоєчасного закінчення будівельно-монтажних робіт за проектом;
- ризик суттєвого збільшення кошторисної вартості проекту;
- ризик невиходу на заплановані показники зовнішньоекономічної діяльності;
- ризик зниження запланованого рівня ефективності діяльності та збільшення періоду окупності.

За кожним із видів ризиків повинен визначатися їх рівень. Бажано також визначити загальний рівень ризику за інвестиційним проектом.

Відповідно до оцінки рівня окремого ризику викладають найбільш доцільні форми їх страхування:

- розробка відповідних профілактичних заходів для їх запобігання;
- розподіл негативних фінансових наслідків ризиків серед інвесторів та учасників, що залучені до реалізації проекту;
- створення відповідних резервних фондів;
- отримання документальних гарантій захисту від окремих видів ризиків від місцевих органів самоуправління.

У цьому розділі розглядаються можливі форми виходу із інвестиційного проекту на будь-якому етапі його реалізації.

11. Фінансовий план є найбільш важливий розділ бізнес-плану, головний критерій прийняття інвестиційного проекту до реалізації. Складається із декількох етапів.

На першому етапі цих розрахунків складається графік потоку інвестицій, пов'язаних з будівництвом і вводом об'єкта в експлуатацію. На цьому графіку відображається також потрібний обсяг інвестицій в оборотні активи та в створення необхідних резервних фондів. До складу інвестицій, пов'язаних з вводом в дію основних засобів, враховуються не тільки прямі затрати за сметою (кошторисом), а й накладні витрати підрядника та інвестора.

На другому етапі розрахунків обґрунтовується план доходів і витрат, пов'язаних з експлуатацією інвестиційного проекту. У ньому знаходять відображення такі основні показники господарської діяльності: валовий дохід від реалізації продукту (послуг); загальний обсяг і склад основних поточних витрат; податкові платежі; валовий та чистий прибуток; грошовий потік (сума чистого прибутку і амортизаційних відрахувань).

На третьому етапі розрахунків визначається точка беззбитковості за інвестиційним проектом, яка показує, при якому обсягу продажу продукту (послуги) буде досягнуто самоокупність господарської діяльності об'єкта інвестування на стадії його експлуатації. Беззбитковість цієї діяльності досягається при такому обсязі чистого доходу від реалізації, який дорівнює сумі поточних витрат. Для розрахунку точки беззбитковості використовується наступна формула:

$$ОП_Б = \frac{ПВ_{пост}}{P_Д - P_{ПВЗ}} \quad (6.1)$$

де ОП_б – обсяг продажу, що забезпечує досягнення точки беззбитковості за інвестиційним проектом; ПВ_{пост} – сума постійних поточних витрат; Р_д – рівень чистого доходу до обсягу продажу у відсотках; Р_{пвз} – рівень змінних витрат до обсягу продажу у відсотках.

На четвертому етапі розрахунків визначається період окупності інвестицій за проектом. Він розраховується як частка від ділення загальної суми інвестицій на середньорічну суму грошового потоку. Обидві ці суми повинні бути приведеними до справжньої вартості за ставкою процента, яка приймається звичайно в розмірі 8-12% на рік (фактор інфляції було виключено в процесі розрахунку цих показників).

12. Стратегія фінансування інвестиційного проекту завершає викладення бізнес-плану. У процесі розробки цієї стратегії необхідно визначити джерела фінансування інвестиційного проекту. Джерелами для здійснення інвестицій можуть бути насамперед власні кошти підприємства (залишковий прибуток, фонди економічного стимулювання, амортизаційний фонд тощо), а також такі ресурси:

- позичкові фінансові кошти (банківські та бюджетні кредити, надходження від випуску і продажу облігацій);

- залучені фінансові ресурси (залучений акціонерний капітал, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);
- бюджетні інвестиційні асигнування;
- безоплатні та благодійні внески, пожертвування організацій, підприємств, громадян.

У бізнес-плані слід чітко розмежувати наявні та необхідні фінансові ресурси, фінансові вклади українських і зарубіжних інвесторів. Форми здійснення як вітчизняних, так і зарубіжних інвестиційних внесків можуть бути різними: грошові вклади в національній чи іноземних валютах; майнові вклади у вигляді поставки устаткування, матеріалів, товарів; кредити в банках; передання права на використання винаходів, патентів, „ноу-хау”; підготовка кадрів; забезпечення ринку збуту та умов експортування продукції за кордон і т. ін.

Графік потоку джерел інвестування слід прогнозувати на весь період фінансування інвестиційного проекту, при чому на перший рік – із щомісячною розбивкою, на другий – із щоквартальною.

6.4. Бюджет реального інвестиційного проекту та його види

Капітальний бюджет є основним фінансовим документом оперативного планування, в якому відбиваються обсяги, строки та джерела фінансування окремих видів робіт з інвестування (рис. 6.3). Він розробляється на рік в розрізі кварталів чи місяців.

Розробка капітального бюджету інвестиційного проекту спрямована на **вирішення двох основних завдань**:

- визначення обсягу та структури витрат з реалізації інвестиційного проекту по етапах календарного плану;
- забезпечення ресурсного їх покриття.

Для розробки капітального бюджету необхідні:

- 1) календарний план реалізації інвестиційного проекту;
- 2) кошторис витрат по окремих видах робіт, придбання сировини, матеріалів, механізмів, обладнання;
- 3) загальна стратегія та схема фінансування;
- 4) попередній графік чистих грошових потоків (за бізнес-планом);
- 5) фінансовий стан інвестора в поточному періоді.

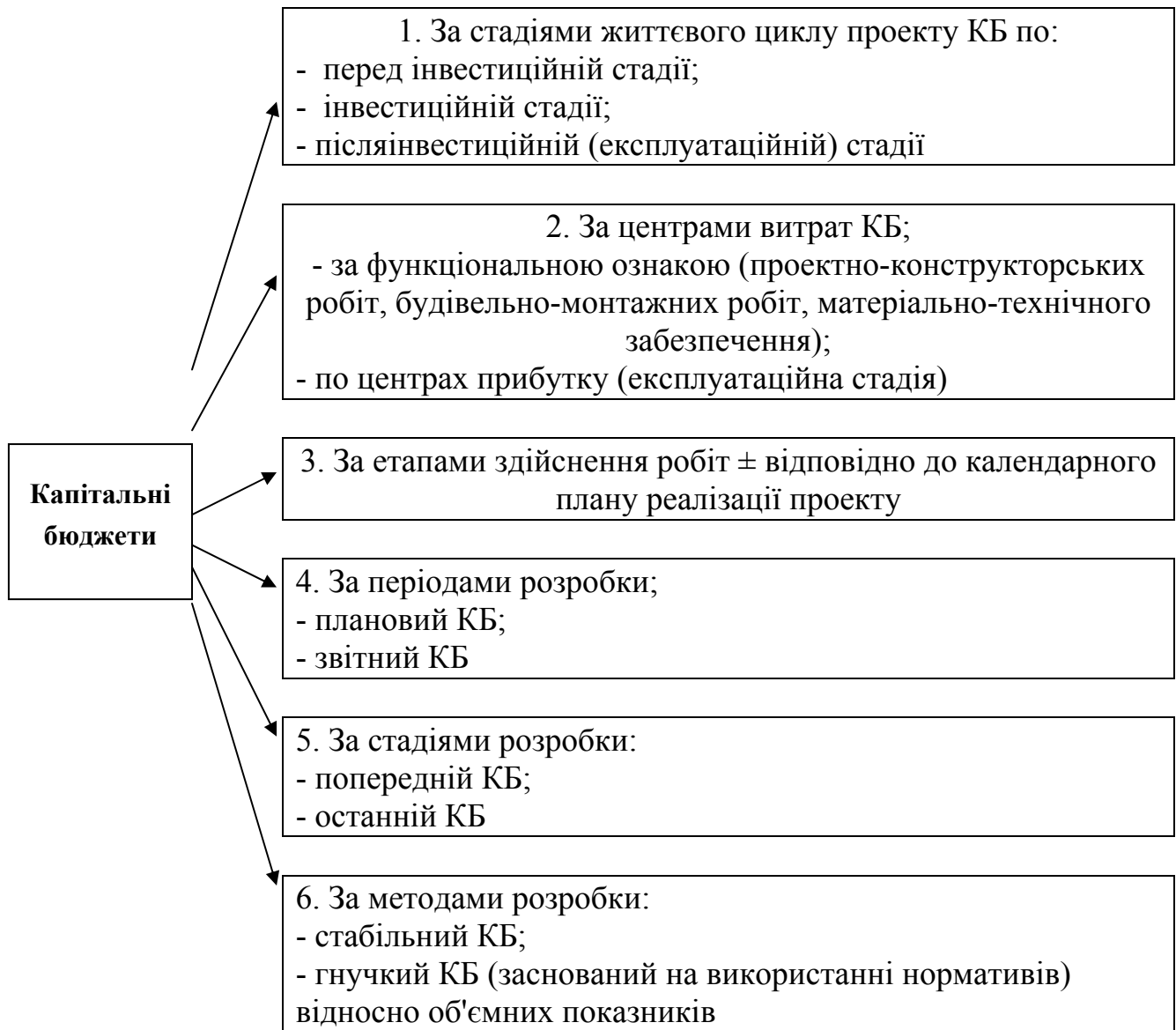


Рис. 6.3. Основні види капітальних бюджетів відповідно до напрямів реалізації інвестиційного проекту

6.5. Контроль реалізації інвестиційного проекту, критерії її припинення та методичні підходи щодо оцінки ефективності реальних інвестицій

Контроль реалізації проектів – складова загальної системи управління інвестиціями і замістом є процесом перевірки та забезпечення виконання управлінських рішень щодо графіка (календарного плану) робіт, досягнення передбачених показників ефективності.

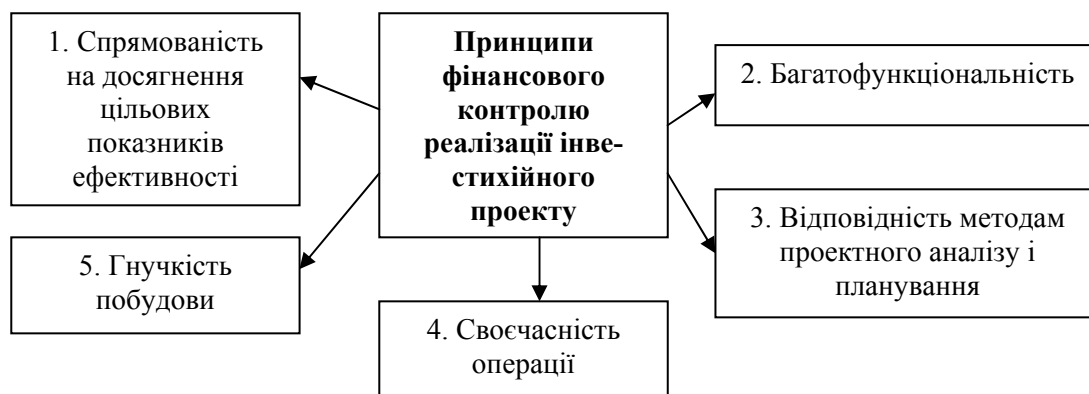


Рис. 6.4. Основні принципи фінансового контролю реалізації проекту

Система фінансового контролю реалізації інвестиційного проекту будується в декілька етапів від визначення об'єкту, системи контрольованих пріоритетних фінансових показників і стандартів до побудови системи моніторингу та коригування параметрів реалізації проекту (рис. 6.5).

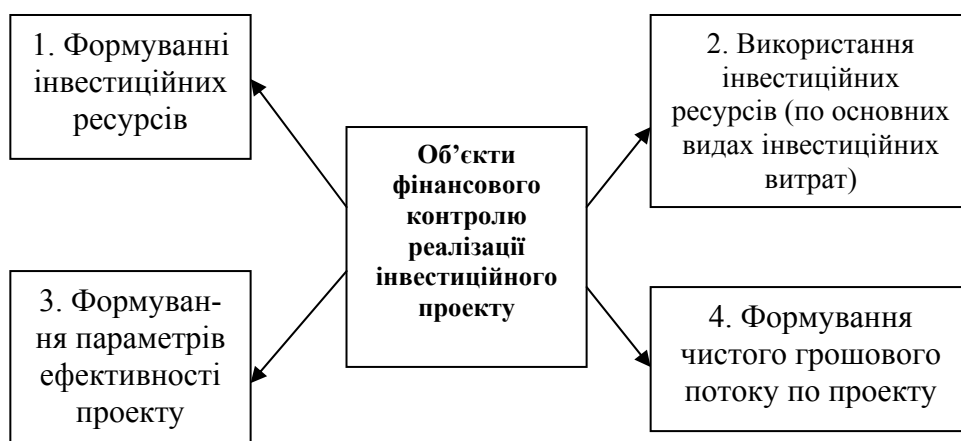


Рис. 6.5. Об'єкти фінансового контролю реалізації інвестиційного проекту

Оцінка ефективності реальних інвестицій – відповідальний етап у процесі прийняття рішень. Від того, наскільки неупереджено та різносторонньо проведено цю оцінку, залежать строки повернення вкладеного капіталу, варіанти альтернативного його використання. Використовувані раніше показники ефективності мали певні недоліки: не враховували фактор часу (ні прибуток, ні обсяг інвестованих коштів); для розрахунку використовувався тільки прибуток; проводилась тільки однобічна оцінка (суми прибутку й інвестицій).

Базові принципи й методичні підходи щодо оцінки ефективності реальних інвестицій розглянуто далі.

Перший принцип – оцінка повернення інвестованого капіталу на основі показника «чистий грошовий потік», сформованого за рахунок суми чистого прибутку та амортизаційних відрахувань у процесі експлуатації інвестиційного проекту. При оцінці цей показник може прийматися як диференційований за окремими роками експлуатації інвестиційного проекту чи як середньорічний.

Другий принцип – обов'язкове приведення до дійсної вартості як інвестованого капіталу, так і суми чистого грошового потоку. Процес інвестування проходить ряд етапів. Тому за винятком першого етапу всі наступні суми, що інвестуються, повинні приводитись до дійсної вартості диференційовано з кожним етапом наступного інвестування. Сума чистого грошового потоку теж коригується.

Третій принцип – вибір диференційованої ставки відсотка (дисконтна ставка) у процесі дисконтування грошового потоку для різних інвестиційних проектів. Розмір доходу від інвестицій формується з обліком таких факторів: середньої реальної депозитної ставки; темпу інфляції (премії); премії за ризик; премії за низьку ліквідність та інших з урахуванням особливостей інвестиційних проектів. При порівнянні двох інвестиційних проектів з різними загальними періодами інвестування (ліквідністю інвестицій) більш висока ставка відсотка повинна прийматися за проектом з більшою тривалістю реалізації.

Четвертий принцип – варіація форм використовуваної ставки відсотка для дисконтування у залежності від цілей оцінки. Яка ставка відсотка може бути використана: середня депозитна ставка, середня кредитна ставка, індивідуальна норма прибутковості інвестицій з урахуванням рівня інфляції (рівня ризику, рівня ліквідності інвестицій), норма прибутковості за іншими можливими видами інвестицій.

З урахуванням розглянутих принципів формуються методи оцінки ефективності інвестиційних проектів.

1. Метод розрахунку чистого приведенного ефекту (*NPV*) заснований на порівнянні величини вихідних інвестицій із загальною сумою дисконтованих грошових надходжень, які генеруються величиною вихідних інвестицій протягом прогнозованого терміну.

2. Метод розрахунку індексу прибутковості (рентабельності) інвестицій (PI) є, за суттю, наслідком NPV . Показник (PI) зручний при виборі одного проекту з ряду альтернативних, що мають приблизно однакове значення NPV , або при комплектуванні портфеля інвестицій з максимальним сумарним значенням NPV .

3. Метод розрахунку норми рентабельності інвестицій (IRR). Під нормою рентабельності інвестицій розуміють значення коефіцієнта дисконтування, при якому $NPV=0$.

Зміст розрахунку цього коефіцієнта при аналізі інвестицій, які плануються, полягає в такому: IRR показує максимально припустимий відносний рівень витрат, що можуть бути асоційовані з даним проектом.

4. Метод визначення строку окупності інвестицій (PP) припускає тимчасової упорядкованості грошових надходжень. Алгоритм розрахунку строку окупності залежить від рівномірності розподілу прогнозованих доходів від інвестицій.

5. Метод розрахунку коефіцієнта ефективності інвестицій (ARR). Для цього коефіцієнту характерні дві риси: по-перше, доход характеризується показником чистого прибутку ($ЧП$), що прямує до доходу (PV): $(ЧП) \rightarrow PV$; по-друге, не припускає дисконтування доходу.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Які основні форми реального інвестування?
2. Що таке управління реальними інвестиціями підприємства, які етапи його здійснення?
3. Що таке інвестиційний проект?
4. Що таке капітальний бюджет, які його види?
5. Що передбачає контроль реалізації проектів?
6. Основні форми реальних інвестицій.
7. Етапи формування, політика управління реальними інвестиціями.
8. Інвестиційний проект та його види.
9. Вимоги до розробки інвестиційних проектів.
10. Розділи бізнес-плану інвестиційного проекту.

ТЕМА 7. Правила прийняття інвестиційних рішень

План

1. Методи обґрунтування відбору інвестиційних проектів за критеріями ефективності
2. Правила прийняття рішень з відбору незалежних та альтернативних інвестиційних проектів
3. Методичні підходи до обґрунтування рішень щодо заміни капітальних активів
4. Прийняття рішень щодо вибору і реалізації інвестиційних проектів в операційні активи в умовах невизначеності та ризику

7.1. Методи обґрунтування відбору інвестиційних проектів за критеріями ефективності

Методи оцінки інвестиційних проектів. Сучасній економічній теорії та практиці відомо чимало методів оцінки інвестиційних проектів, які умовно можна поділити на дві групи: **статичні та динамічні**. **Статичні методи** важливі для малих і середніх підприємств, бо стосуються інвестиційних проектів, що здійснюються в межах одного року. **Динамічні методи**, як правило, застосовуються для оцінки інвестиційних проектів, термін реалізації яких більший за один рік. У цьому разі використовується метод обчислення чистої теперішньої вартості, внутрішньої норми рентабельності, індекс прибутковості та ін.

Динамічні методи фінансової оцінки інвестиційних проектів ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків проекту. Наведені вище формули мають припущення, що основні параметри проекту залишаються незмінними протягом усього терміну його реалізації. Однак, інвестиційний проект пов'язаний із майбутнім, яке неможливо передбачити з певністю. З огляду на це існує потреба в аналізі чутливості проекту. Основу аналізу становить присвоєння найважливішим параметрам проекту (ціна на продукцію, обсяги реалізації, поточні витрати тощо) нових значень. Виходячи з них, проводиться повторне обчислення показників ефективності

інвестиційних проектів і в такий спосіб визначається вплив зміни кожного параметра на кінцевий результат.

Найхарактернішими показниками фінансової здійсненності проектів є: коефіцієнт співвідношення довгострокових запозичених коштів і акціонерного капіталу; коефіцієнти покриття, абсолютної ліквідності, покриття довгострокових зобов'язань, співвідношення між дебіторською і кредиторською заборгованостями.



Рис. 7.1. Принципи побудови системи оцінки ефективності інвестиційних проектів

7.2. Правила прийняття рішень з відбору незалежних та альтернативних інвестиційних проектів

Оцінка економічної ефективності інвестиційних проектів є відповідальним етапом у процесі прийняття рішення стосовно здійснення інвестиційного задуму. Від того, наскільки неупереджено та різносторонньо проведена така оцінка, залежать строки повернення вкладеного капіталу та варіанти альтернативного його використання.

Основним принципом оцінки ефективності інвестиційних проектів є порівняння обсягів доходів та витрат, що їх забезпечили. Теорія і практика інвестиційних розрахунків налічує багато

різноманітних методів та практичних прийомів оцінки економічної ефективності інвестицій, які можна розподілити на дві групи: статичні, котрі не враховують зміну вартості грошей в часі та динамічні, котрі базуються на принципі дисконтування.

Показники, засновані **на дисконтних методах розрахунку**, передбачають обов'язкове приведення до теперішньої вартості всіх складових грошового потоку від інвестиційного проекту по окремих періодах життєвого циклу інвестицій (рис. 7.2).

Для оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів з порівняно невеликими обсягами інвестицій та строками реалізації доцільно використовувати статичні методи, в іншому випадку – динамічні (табл. 7.1). При використанні статистичних (бухгалтерських) методів розрахунку використовуються дані без врахування фактора часу.

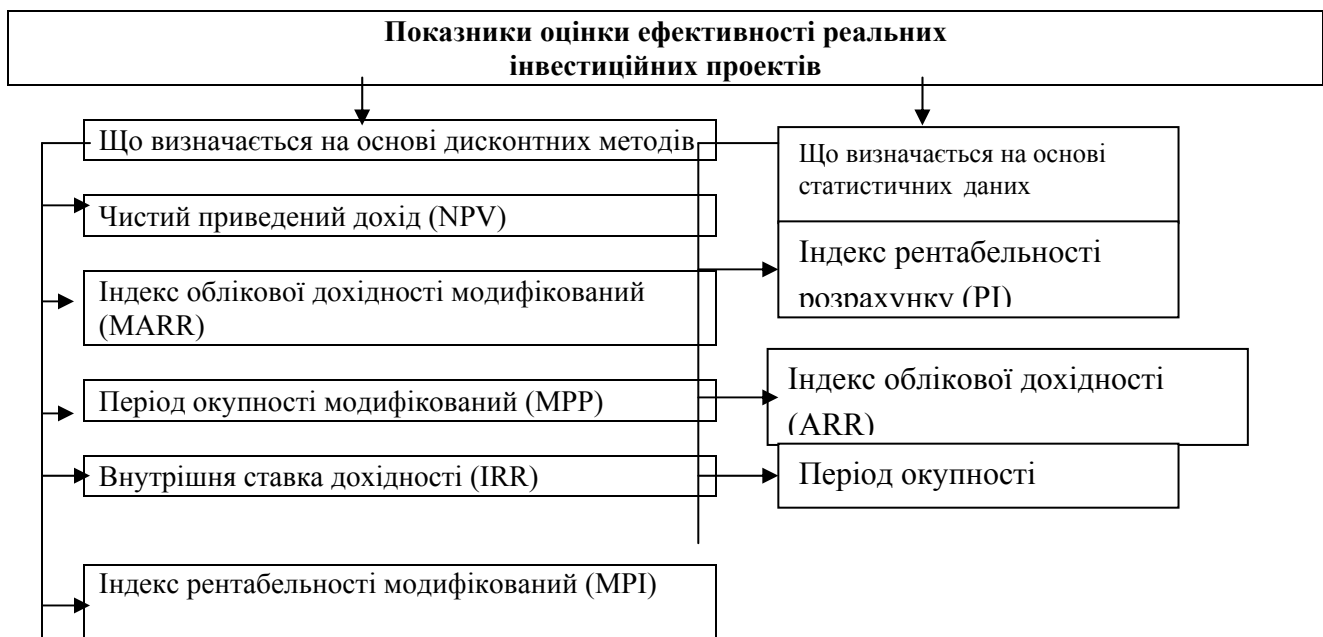


Рис. 7.2. Показники оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів

Статичні методи оцінки економічної ефективності інвестицій передбачають прийняття умови стабільності виробничих показників протягом усього життєвого циклу інвестиційного проекту. Прийняття умови стабільності фактично означає вибір ефективного варіанту інвестицій без урахування чинника часу і пов'язаних із ним змін.

Таблиця 7.1

Алгоритми визначення показників ефективності реальних інвестиційних проектів

Показник	Алгоритм розрахунку	Зміст символів
Період окупності (PP)	$PP = \frac{IB}{\text{ЧП}}$	IB - інвестиційні витрати; ЧП - середнє за період життєвого циклу інвестицій значення чистого інвестиційного прибутку
Модифікований (дисконтований) період окупності (MPP)	$MPP = \frac{\sum_{i=1}^n IB}{\sum_{i=1}^n \frac{\text{ЧП}_i}{(1+q)^i}}$	q - ставка дисконтування; n - число періодів життєвого циклу інвестицій
Облікова дохідність (АКК)	$ARR = \frac{\overline{\text{ЧП}}}{\overline{IB}}$	$\overline{IB}$ – середнє значення інвестиційних витрат за життєвий цикл інвестицій
Модифікована (дисконтована) облікова дохідність (МАКК)	$MARR = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{\text{ЧП}}{(1+q)^i} * m}{n * \sum_{i=0}^m \frac{IB}{(1+q)^i}}$	m – кількість періодів інвестування
Індекс рентабельності (PI)	$PI = \frac{\text{ЧП}}{IB}$	
Модифікований індекс рентабельності (MPI)	$MPI = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{\text{ЧП}}{(1+q)^i}}{\sum_{i=1}^m \frac{IB}{(1+q)^i}}$	
Чиста теперішня вартість (МРУ)	$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ЧГП}_i}{(1+q)^i} - IB$	ЧГП – чистий грошовий потік від інвестицій

До статичних методів оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів відносять: метод визначення середньої ставки прибутку ARR (average rate of return); метод визначення періоду окупності інвестицій PP (payback period); метод визначення

рентабельності інвестицій ROI (return on investment); метод визначення розрахункової норми прибутку AROR (accounting rate of return); метод визначення коефіцієнту співвідношення доходів і витрат.

1. Метод визначення середньої ставки прибутку є найдавнішим. Основна його ідея полягає у порівнянні середнього прибутку з середніми початковими інвестиціями проекту:

$$ARR = \frac{\sum_{t=1}^n P_t}{0,5 \times I_0}, \quad (7.1)$$

де P_t – майбутній прибуток у періоді t ; I_0 – сума початкових інвестицій;

n – кількість періодів отримання прибутку (тривалість інвестиційного циклу);

t – порядковий номер періоду отримання доходу.

2. Період окупності інвестицій показує час, що є необхідним для відшкодування капітальних витрат за інвестиційним проектом з позиції бухгалтерського обліку. Якщо цей період влаштовує підприємство, то проект приймається. При порівнянні декількох проектів перевага надається проекту з меншим періодом окупності інвестицій.

У випадку, коли інвестиції здійснюються одноразово, а щорічні прогнозовані надходження рівні між собою, показник періоду окупності інвестицій обчислюється як відношення початкових інвестицій до щорічного середнього прибутку:

$$PP = \frac{I_0}{P_t} \quad (7.2)$$

У випадку реалізації проекту з нерівними річними грошовими потоками показник періоду окупності інвестиційного проекту можна розкласти на цілу (j) і дробову (d) складові:

$$PP = j + d \quad (7.3)$$

Ціле значення знаходиться шляхом послідовного додавання чистих грошових потоків за відповідні періоди часу доти, поки отримана сума останній раз буде меншою від величини початкових інвестиційних витрат. При цьому необхідно дотримуватись такої системи нерівностей:

$$(P_1 + P_2 + \dots + P_j) \leq I_0 \quad (7.4)$$

$$I \leq j \leq n$$

Період окупності інвестицій доцільно розраховувати для тих проектів, які фінансуються за рахунок довгострокових зобов'язань. В цьому випадку період окупності повинен бути меншим, ніж період використання позикових коштів. Цей показник надає інформацію про ризик та ліквідність проекту. Тривалий строк окупності означає, що інвестовані кошти будуть вилучені протягом багатьох років, відповідно, проект буде порівняно неліквідний, а доходи від реалізації проекту будуть очікуватися в далекому майбутньому, що означає високий ступінь ризикованості проекту. Недоліком даного методу є те, що надходження після дати окупності, навіть якщо вони з часом значно зростають, при обчисленні не приймаються до уваги.

4. *Показник рентабельності інвестицій* показує, скільки грошових одиниць підприємству потрібно для отримання однієї грошової одиниці прибутку:

$$ROI = \frac{P}{I}, \quad (7.5)$$

де P – обсяг прибутку після оподаткування; I – загальний обсяг інвестицій (початкові інвестиції та витрати на обіговий капітал).

Вважається, що цей показник є одним з найбільш важливих індикаторів конкурентоспроможності.

Розрахункова норма прибутку характеризує доходність проекту як відношення між середньорічними надходженнями від його реалізації та величиною початкових інвестицій:

$$AROR = \frac{\sum_{t=1}^n P_t}{I_0 \times n}. \quad (7.6)$$

5. *Коефіцієнт співвідношення доходів та витрат* розраховується як відношення суми доходів від реалізації інвестиційного проекту за всі роки до загальної суми витрат інвестиційного проекту:

$$K = \frac{\sum_{t=1}^n GP_t}{\sum_{t=0}^n (I_t + E_t)}, \quad (7.7)$$

де GP_t – доход від реалізації інвестиційного проекту в періоді t ; I_t – сума інвестиційних витрат у періоді t ; E_t – сума експлуатаційних (поточних) витрат у періоді t .

Поряд з простотою розрахунку загальним недоліком усіх статичних методів є те, що вони не враховують зміни вартості грошей в часі, тому їх доцільно використовувати лише для короткострокових

інвестиційних проектів.

Розглянуті методи оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів застосовують при статичній задачі, яка не враховує динаміки витрат та ефектів у часі. Проте, навіть однакові за величиною витрати, які здійснюються у різні періоди часу, економічно нерівнозначні. Майбутні доходи мають меншу цінність порівняно з аналогічними грошовими сумами, що є в наявності у даний момент часу. Тому при оцінці ефективності інвестиційних проектів обчислення різночасових показників здійснюється шляхом приведення (дисконтування) їх до вартості початкового періоду за допомогою дисконтної ставки.

На практиці єдиного підходу до визначення ставки дисконтування не існує. Цей показник визначається як норма доходності найкращого доступного альтернативного вкладання коштів з аналогічним рівнем ризику. Такою дисконтною ставкою може бути вартість власного або залученого капіталу (в залежності від джерела фінансування). Оскільки норма дисконту залежить від особливостей конкретного проекту та загальноекономічних умов його реалізації, вона повинна враховувати такі фактори як інфляція, ризик, ліквідність. Найбільш часто ставкою дисконтування вибирають альтернативну прибутковість іншого інвестиційного проекту, куди інвестор може вкласти кошти. Як ставка відсотку для дисконтування може бути використана: середня депозитна ставка, середня кредитна ставка, індивідуальна норма прибутковості інвестицій з урахуванням рівня інфляції (рівня ризику, рівня ліквідності інвестицій), норма прибутковості за іншими можливими видами інвестицій.

До динамічних методів оцінки ефективності інвестиційних проектів відносять: метод визначення чистої теперішньої вартості NPV (net present value); метод визначення індексу прибутковості PI (profitability index); метод визначення дисконтованого строку окупності інвестицій DPP (discounted payback period); метод визначення внутрішньої норми прибутку IRR (internal rate of return).

1. Чиста теперішня вартість є найвідомішим критерієм оцінки економічної ефективності інвестицій в динамічних моделях. Даний показник дає можливість отримати найбільш узагальнену характеристику результатів інвестування, тобто його кінцеву ефективність в абсолютній сумі (грошових одиницях). В літературі

зустрічаються й інші назви цього показника: чиста приведена вартість, чистий приведений ефект, чиста приведена цінність.

Під чистою теперішньою вартістю розуміють різницю між сумою чистого грошового потоку за період експлуатації інвестиційного проекту, приведеного до теперішньої вартості шляхом дисконтування, та сумою інвестицій, необхідних для реалізації цього проекту:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+i)^t} - I_0, \quad (7.8)$$

де i – дисконтна ставка.

Показник NPV може бути використаний не лише для порівняння оцінки ефективності інвестиційних проектів, але і як критерій доцільності їх реалізації. Якщо розрахунок NPV інвестиційного проекту має позитивне (додатне) значення, то інвестиційний проект доцільно прийняти для реалізації. Це означає, що проект забезпечує певний розмір прибутку після відшкодування всіх вкладень капіталу. Якщо NPV має від'ємне значення, проект є збитковим і його слід відхилити. У випадку, якщо NPV дорівнює нулю, проект не являється ні збитковим, ні прибутковим, а рішення в такому випадку буде залежати від мети інвестиційного проекту та інвестиційної політики підприємства. Це, свого роду, точка беззбитковості проекту. Вона означає, що надходжень від проекту достатньо для того, щоб забезпечити мінімальний рівень доходності на інвестиційний капітал, тобто рівно стільки, щоб заплатити власникам капіталу плату за користування ним. При розгляді декількох проектів, що є взаємовиключними, більш привабливим є проект з більшим позитивним значенням NPV.

2. *Індекс прибутковості* є продовженням методу чистої теперішньої вартості. При цьому відмінність методів полягає в тому, що показник PI – відносна величина, котра показує, яка величина прибутку припадає на одиницю інвестованих коштів:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+i)^t}}{I_0} \quad (7.9)$$

Згідно з цим методом, проект з більшим за одиницю значенням приймається до реалізації, а з меншим – відхиляється.

Якщо інвестиції являють собою потік вкладень, то для розрахунку використовується формула:

$$PI = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+i)^t} \div \sum_{k=0}^m \frac{I_k}{(1+i)^k} \quad (7.10)$$

3. *Внутрішня норма прибутку* (інша назва – внутрішня норма прибутковості, внутрішня ставка рентабельності; внутрішня норма доходу; внутрішня норма рентабельності) є найскладнішим і абсолютно новим для вітчизняної практики показником з позиції механізму його розрахунку.

Даний показник характеризує рівень прибутковості конкретного інвестиційного проекту, який виражається дисконтною ставкою, за якою майбутня вартість чистого грошового потоку від інвестицій приводиться до теперішньої їх вартості. Загалом IRR можна охарактеризувати як дисконтну ставку, за якої сумарні дисконтні вигоди дорівнюють сумарним дисконтним витратам, тобто IRR є ставкою дисконту, при якій NPV проекту дорівнює нулю. Отже, IRR дорівнює максимальному рівню вартості капіталу, який можна сплачувати за використання необхідних ресурсів, залишаючись при цьому на беззбитковому рівні.

За змістом IRR є очікуваним рівнем прибутковості (більше за цю величину бути не може, а менше – небажано для інвестора). Значення IRR – це точка беззбитковості: якщо IRR більше вартості інвестиційного капіталу, то суб'єкти інвестування одержують прибуток, якщо менше, то це означає зменшення поточного капіталу учасників інвестування. Розрахунок IRR проводиться методом послідовних наближень величини NPV до нуля при різних ставках дисконту:

$$IRR = i_1 + \frac{NPV(i_1)}{NPV(i_1) - NPV(i_2)} \times (i_2 - i_1), \quad (7.11)$$

де i_1 – значення коефіцієнта дисконтування, при якому $NPV(i_1) > 0$;
 i_2 – значення коефіцієнта дисконтування, при якому $NPV(i_2) < 0$;
 $i_1 < i_2$.

При аналізі за показником IRR інвестиційні проекти з нижчою нормою прибутку будуть автоматично відхиляти як такі, що не відповідають вимогам ефективності інвестиційних проектів, тобто перевага має віддаватися тим інвестиційним проектам, які характеризуються найбільшими значеннями IRR.

Математично показники NPV, PI, IRR, взаємопов'язані та дають однакову відповідь стосовно доцільності реалізації інвестиційного проекту. Так, якщо $NPV > 0$, тоді $PI > 1$ та $IRR > i$.

4. *Дисконтний термін окупності* є часом, за який приведені

(дисконтовані) капітальні витрати за проектом будуть відшкодовані приведеними (дисконтованими) вигодами, які надходитимуть від його експлуатації. Методика розрахунку показника аналогічна до статичного методу визначення строку окупності, з тією лише відмінністю, що для обчислення використовуються дисконтовані величини.

Поряд з позитивною рисою врахування вартості грошей в часі, одним з найбільш суттєвих недоліків показника чистої теперішньої вартості та його похідних є необхідність прогнозування періоду дії проекту. Науково обґрунтовані методи чи рекомендації по визначенню його тривалості відсутні. Досить часто виникає ситуація, коли за строк дії проекту, наприклад, 6 років він є неефективним, а за 7 років – ефективним.

Жоден з перерахованих показників сам по собі не є достатнім для схвалення проекту. Рішення про інвестування коштів повинно прийматися з урахуванням значень всіх перерахованих критеріїв і інтересів всіх учасників інвестиційного проекту.

7.3. Методичні підходи до обґрунтування рішень щодо заміни капітальних активів

Сучасній економічній теорії та практиці відомо чимало методів оцінки інвестиційних проектів, які умовно можна поділити на дві групи: **статичні та динамічні**. **Статичні методи** важливі для малих і середніх підприємств, бо стосуються інвестиційних проектів, що здійснюються в межах одного року. **Динамічні методи**, як правило, застосовуються для оцінки інвестиційних проектів, термін реалізації яких більший за один рік. У цьому разі використовується метод обчислення чистої теперішньої вартості, внутрішньої норми рентабельності, індекс прибутковості та ін.

Динамічні методи фінансової оцінки інвестиційних проектів ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків проекту. Наведені вище формули мають припущення, що основні параметри проекту залишаються незмінними протягом усього терміну його реалізації. Однак, інвестиційний проект пов'язаний із майбутнім, яке неможливо передбачити з певністю. З огляду на це існує потреба в аналізі чутливості проекту. Основу аналізу становить присвоєння найважливішим параметрам проекту (ціна на продукцію, обсяги реалізації, поточні витрати тощо) нових значень. Виходячи з них,

проводиться повторне обчислення показників ефективності інвестиційних проектів і в такий спосіб визначається вплив зміни кожного параметра на кінцевий результат.

Найхарактернішими показниками фінансової здійсненності проектів є: коефіцієнт співвідношення довгострокових запозичених коштів і акціонерного капіталу; коефіцієнти покриття, абсолютної ліквідності, покриття довгострокових зобов'язань, співвідношення між дебіторською і кредиторською заборгованостями.

Обґрунтування інвестиційного рішення щодо заміни капітальних активів на основі: порівняння теперішньої вартості чистих грошових потоків від подальшої експлуатації капітальних активів та їх заміни на нові, **або:** розрахунку теперішньої вартості зекономленого при заміні капітальних активів на нові капітали з інвестиційними витратами на її здійснення.

Обґрунтування інвестиційного рішення у зв'язку з вибором «покупка - фінансовий лізинг» капітальних активів на основі: порівняння теперішньої вартості покупки і фінансового лізингу, або: порівняння вартості доступного банківського кредиту на покупку і фінансового лізингу.

7.4. Прийняття рішень щодо вибору і реалізації інвестиційних проектів в операційні активи в умовах невизначеності та ризику

Необхідність врахування ризиків інвестиційного проекту пов'язана з тим, що майбутній розвиток подій щодо реалізації інвестиційного проекту завжди є неоднозначним. Це означає, що між рішеннями та наслідками мають місце певні ризикові події. Врахування ризиків в обґрунтуванні доцільності інвестування забезпечує одержання ефективних кінцевих результатів проекту.

Інвестиційний ризик – це ймовірність повного або часткового недосягнення очікуваних інвестором результатів інвестиційної діяльності.

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

1. За сферами прояву виділяють такі види ризиків:

а) економічний. До нього відноситься ризик, пов'язаний із зміною економічних чинників. Оскільки інвестиційна діяльність здійснюється в економічній сфері, вона найбільшою мірою схильна до економічного ризику;

б) політичний. До нього відносяться різноманітні види виникаючих адміністративних обмежень інвестиційної діяльності, пов'язаних із змінами державою політичного курсу;

в) соціальний. До нього відноситься ризик страйків робітників інвестованих підприємств, незапланованих соціальних програм і інші аналогічні види ризиків;

г) екологічний. До нього відноситься ризик різноманітних екологічних катастроф (землетрусів, пожеж тощо), що негативно позначаються на діяльності об'єктів інвестування;

д) інших видів. До них можна віднести рекет, розкрадання майна, шахрайства інвестиційних або господарських партнерів тощо.

2. За формами інвестування прийнято розрізняти такі види ризиків:

а) реального інвестування або проектний ризик – це невизначеність доходів від реалізації інвестиційного проекту, пов'язана з можливістю виникнення несприятливих ситуацій та їхніх наслідків на одній зі стадій здійснення інвестиційного процесу. Виділяють такі види проектного ризику:

- ризик зниження фінансової стабільності підприємства;
- ризик неплатоспроможності підприємства;
- ризик проектування (невірна підготовка бізнес-плану);
- будівельний ризик (недостатньо кваліфіковані підрядники, перевищення строків будівництва);
- маркетинговий ризик (непередбачене зниження реалізованої продукції веде до зменшення прибутку);
- ризик фінансування проекту (недостатній загальний обсяг інвестиційних ресурсів).

б) фінансового інвестування – це ймовірність недоодержання доходів від цінних паперів у зв'язку зі зміною кон'юнктури інвестиційного ринку. Наприклад:

- відсотковий ризик – ризик втрати доходу через зміну відсоткової ставки;
- ринковий ризик – ризик втрати доходу через зміну курсу окремих цінних паперів;
- ризик ліквідності – це ймовірність втрати доходів внаслідок неможливості продати цінний папір без втрати інвестованого в нього капіталу;

- комерційний ризик – ймовірність недоодержання дивідендів за цінними паперами внаслідок зниження ефективності функціонування підприємства-емітента.

3. За джерелами виникнення виділяють два основних види ризиків:

а) систематичний (або ринковий). Цей вид ризику виникає для всіх учасників інвестиційної діяльності і форм інвестування. Він визначається зміною стадій економічного циклу розвитку країни або кон'юнктурних циклів розвитку інвестиційного ринку; значними змінами податкового законодавства в сфері інвестування й іншими аналогічними чинниками, на які інвестор вплинути при виборі об'єктів інвестування не може. Це ті ризики, які залежать від функціонування економіки в цілому. Наприклад: загроза втрати інвестицій через війни, або – це дії органів державної влади, що перешкоджають нормальному здійсненню інвестиційної діяльності.

б) несистематичний (або специфічний) пов'язаний з невизначеністю одержання очікуваного результату в ході реалізації конкретного інвестиційного проекту. Цей вид ризику характерний конкретному об'єкту інвестування або діяльності конкретного інвестора. Він може бути пов'язаний із некваліфікованим керівництвом компанією (фірмою) – об'єктом інвестування, посиленням конкуренції в окремому сегменті інвестиційного ринку: нераціональною структурою інвестованих засобів і інших аналогічних чинників, негативних наслідків яких значною мірою можна запобігти за рахунок ефективного керування інвестиційним процесом.

4. За величиною можливих збитків:

а) ризик втрати прибутку за проектом (ціна реалізації продукції за проектом лише перекриває витрати на виробництво);

б) ризик втрати доходів за проектом (не вдається взагалі реалізувати продукцію);

в) ризик втрати активів проекту (збитки дорівнюватимуть вкладеному капіталу) внаслідок природних подій, пожеж, грубих помилок в експлуатації обладнання, кримінальних подій тощо.

Аналіз інвестиційних ризиків – це визначення міри ймовірності їхнього виникнення й обсягу можливих фінансових втрат при настанні ризикової події.

Оскільки інвестиційний ризик характеризує можливість

виникнення непередбачених фінансових втрат, його рівень при оцінці визначається як відхилення очікуваних прибутків від інвестування від середнього або розрахункового розміру. Тому оцінка інвестиційних ризиків завжди пов'язана з оцінкою очікуваних прибутків і можливості їхніх втрат.

У світовій практиці вироблені два види аналізу інвестиційних ризиків, які взаємно доповнюють один одного: 1) якісний аналіз; 2) кількісний аналіз.

Якісна оцінка спрямована на встановлення існування різних видів ризику і факторів, що їх визначають. Кількісна оцінка ризиків проводиться на основі результатів їх якісного аналізу.

1. Якісний аналіз ризику найпростіший. Його головне завдання полягає у визначенні факторів ризику та встановленні потенційних областей ризику.

Область ризику – це деяка зона загальних втрат, у межах якої втрати не перевищують граничного значення встановленого рівня ризику.

При оцінці рівня ризику в кожній області розраховують коефіцієнт ризику (K), що показує рівень достатності капіталу підприємства й визначається за формулою:

$$K = \frac{M_{\max}}{R}, \quad (7.12)$$

де $M_{\max}$ – максимально можлива сума збитку; R – обсяг власних фінансових ресурсів підприємства.

Виділяють такі основні області ризику:

1. *Безризикова область* – це область, що характеризується відсутністю яких-небудь втрат при здійсненні інвестиційної операції з гарантією одержання як мінімум розрахункового інвестиційного прибутку ($K_1=0$).

2. *Область мінімального ризику* – це область, що характеризується незначним рівнем втрат чистого прибутку (K_2 перебуває в межах 0-25 %). Підприємство ризикує тим, що в результаті інвестиційної діяльності в найгіршому разі не одержить чистого прибутку та не зможе виплатити дивіденди за випущеними цінними паперами, якщо такі є, а в кращому – одержить основну частину чистого прибутку.

3. *Область підвищеного ризику* – це область, яка характеризується рівнем втрат розрахункової суми прибутку (K_3 перебуває в межах 25-50 %). Підприємство ризикує тим, що в результаті

інвестиційної діяльності в найгіршому разі покриє всі витрати, а в кращому – отримає прибуток менший від розрахункового рівня.

4. *Область критичного ризику* – це область, яка характеризується тим, що в її межах можливі втрати в розмірі розрахункової суми доходу підприємства (K_4 перебуває в межах 50-75 %). Підприємство ризикує втратити валовий дохід внаслідок здійснення інвестиційної операції.

5. *Область катастрофічного (неприпустимого) ризику* – це область, у межах якої можливі втрати, близькі до розміру власних коштів підприємства (K_5 перебуває в межах 75-100 %).

2. Кількісний аналіз ризику – це чисельне визначення розмірів окремих видів ризику та інвестиційного ризику проекту в цілому.

Кількісний аналіз проводиться з використанням різних методів. Найпоширенішими методами кількісного аналізу є: статистичні методи; метод експертних оцінок; аналіз еквівалента певності; аналіз чутливості проекту; аналіз сценаріїв проекту; метод «дерева рішень»; імітаційне моделювання.

Головними інструментами статистичного методу розрахунку фінансового ризику є такі показники: середньоквадратичне відхилення, коефіцієнт варіації, бета-коефіцієнт.

Середньоквадратичне відхилення є найбільш поширеним показником оцінки рівня інвестиційних ризиків. Розрахунок цього показника дозволяє врахувати коливання очікуваних прибутків від різних інвестицій. Даний показник показує, наскільки в середньому кожен можливий варіант значення показника ефективності відрізняється від його середньої величини, тобто характеризує абсолютну величину ризику. Цей показник використовується як міра ризику, чим він більший, тим більша міра ризику, а якщо він дорівнює 0, то ефективність не відхиляється від очікуваного значення, тобто ризик відсутній.

Показник середньоквадратичного (стандартного) відхилення (σ) розраховується за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (E_i - E_R)^2 \times P_i}, \quad (7.13)$$

де E_i – розрахунковий дохід від реалізації проекту при різних значеннях кон'юнктури; E_R – середній очікуваний дохід по проекту; P_i – значення ймовірності, яке відповідає розрахунковому доходу; n – число спостережень.

Коефіцієнт варіації (CV) визначає ступінь відхилень від

середнього значення показника стосовно до його середньої величини:

$$CV = \frac{\sigma}{E_R} \quad (7.14)$$

При порівнянні рівнів ризиків за окремими інвестиційними проектами перевагу необхідно віддати тому з них, за яким значення коефіцієнту варіації саме низьке (що свідчить про найкраще співвідношення ризику та доходу).

Якщо на підприємстві відсутні необхідні інформативні дані для здійснення розрахунків за допомогою вищеназваних статистичних методів, застосовують експертні методи оцінки рівня інвестиційного ризику.

Дані методи базуються на опитуванні кваліфікованих спеціалістів (страхових, фінансових, інвестиційних менеджерів спеціалізованих організацій) з нижченаведеною математичною обробкою результатів даного опитування.

В процесі експертної оцінки кожному експерту пропонується оцінити рівень можливості інвестиційного ризику за бальною шкалою, наприклад: ризик відсутній – 0 балів; ризик незначний – 10 балів; ризик нижче середнього рівня – 30 балів; ризик середнього рівня – 50 балів; ризик вище середнього рівня – 60 балів; ризик високий – 80 балів; ризик надзвичайно високий – 100 балів.

При використанні методу експертних оцінок важливо виключити можливість спільного обговорення експертами досліджуваної проблеми. Отриманий висновок експертів є результатом проведеної експертизи.

Ідея даного аналізу полягає у тому, щоб розподілити грошовий потік на безпечну та ризиковану частини. Грошові потоки переводяться в безпечні (певні), потім дисконтуються за безпечною ставкою. Наприклад, в США ставка за державними облігаціями уряду вважається безпечною і, як правило, береться за основу. На Україні це може бути облікова ставка НБУ.

Визначення еквівалентів певності проводиться в такій послідовності:

1. Визначаються сподівані грошові потоки від проекту.
2. Визначається фактор еквівалента певності або відсоток сподіваного грошового потоку, що є певним.
3. Обчислюються певні грошові потоки: величину сподіваних грошових потоків перемножують на фактор еквівалента певності.
4. Визначається теперішня вартість проекту, шляхом дисконтування

певних грошових потоків на безпечну дисконтну ставку.

5. Визначається чиста теперішня вартість проекту: від чистої теперішньої вартості безпечних грошових потоків віднімають початкові інвестиції.

Якщо значення чистої теперішньої вартості проекту дорівнює нулю або позитивне, проект можна ухвалити, і навпаки, проект слід відхилити якщо значення чистої теперішньої вартості від'ємне. Суть даного методу полягає у оцінці впливу основних вихідних параметрів реального інвестиційного проекту на кінцеві показники його ефективності.

Аналіз чутливості проекту ґрунтується на аналізі чутливості аналітичної моделі інвестицій до змін одного параметру. Вважається, що більший ризик викликають фактори, зміни яких найбільш суттєво впливають на результат. Даний вид аналізу застосовується до будь-якого елементу, що має тенденцію до змін.

Вихідними параметрами інвестиційного проекту звичайно виступають об'єм реалізації продукції в натуральному виразі, рівень цін на продукцію, сума інвестиційних затрат за видами та етапами здійснення, тривалість проекту, рівень відсоткової ставки, очікуваний темп інфляції тощо. Кінцевими показниками ефективності проекту звичайно є чиста поточна вартість проекту, внутрішня ставка дохідності або сума чистого інвестиційного прибутку.

Послідовно змінюючи значення вихідних показників можна визначити діапазон коливань вибраних для оцінки кінцевих показників ефективності а також критичні значення вихідних параметрів проекту, які ставлять під сумнів доцільність його здійснення. Чим ширше діапазон коливання вихідних параметрів проекту, при якому показники його ефективності відповідають вибраним підприємством критеріям, тим менш ризикованим він вважатиметься.

Аналіз чутливості проекту дозволяє підприємству значно зменшити ризик. Наприклад, якщо ціна продукції виявилася критичним фактором, то можна підсилити програму маркетингу або знизити вартість проекту. Якщо проект виявиться чутливим до зміни обсягів виробництва продукції, то варто розробити комплекс заходів щодо підвищення продуктивності. Недоліком даного методу є те, що він не може врахувати всі можливі обставини і не приймає до уваги здійснення альтернативних проектів.

В практиці цього методу, як правило, моделюються три

основних сценарії здійснення реального інвестиційного проекту – песимістичний, оптимістичний та реалістичний. В основі даних сценаріїв закладено очікуване погіршення або покращення вихідних параметрів – об’єму реалізації продукції, рівня цін на продукцію, ставки відсотку, темпів інфляції тощо. Результати аналізу сценаріїв проекту дозволяють визначити умови його реалізації, що забезпечують досягнення еталонних значень показників його ефективності.

Даний метод дозволяє найбільш комплексно врахувати ризики реального інвестиційного проекту за окремими послідовними етапами його здійснення.

Експертні оцінки можливих сценаріїв варіації вихідних параметрів проекту при використанні цього методу є більш обґрунтованими, так як в цьому випадку вони визначаються не за проектом в цілому, а у розрізі окремих етапів його реалізації та з урахуванням періоду часу кожного з етапів. Імовірність несприятливої розв’язки в досягненні заданих кінцевих показників ефективності проекту і буде характеризувати ступінь його ризику.

Шляхом комплексних дій інвестора ризик може бути зменшений, але повністю його подолати не можна. Серед напрямів мінімізації інвестиційних ризиків можна виділити: страхування, хеджування, лімітування, еккаунтинг, диверсифікація.

Страхування ризиків – це передача певних ризиків іншим особам з метою відшкодування різних непередбачених втрат у результаті настання ризикових подій. Страхування може бути: зовнішнім та внутрішнім.

Зовнішнє страхування здійснюється страховими компаніями, які беруть на себе зобов’язання щодо відшкодування можливих збитків, пов’язаних з реалізацією інвестиційного проекту. На даний час розроблені такі види страхування щодо інвестиційних ризиків: страхування будівництва на випадок зриву поставок; страхування ризиків, пов’язаних з експлуатацією будівельних машин; страхування технічних ризиків; страхування прибутку; страхування кредитів тощо. *Внутрішнє страхування* полягає у відкладенні підприємством частини грошових коштів, з яких воно у результаті покриває збитки.

Хеджування – це процес страхування ризику від можливих збитків шляхом переносу ризику зміни ціни з однієї особи на іншу. Хеджування здійснюється через укладання контракту, який призначений для страхування ризиків зміни ціни між стороною, що

страхує ризик (хеджером) та стороною, що бере на себе ризик (спекулянт). Хеджування може здійснюватись на зниження чи підвищення цін. Предметом такого контракту можуть бути товари, валюта, акції, облігації, інші об'єкти. Такі контракти ще отримали назву ф'ючерсних, опціонних, форвардних.

Лімітування – це обмеження розміру вкладень при капіталізації інвестицій, перешкоджаючи цим створенню зайвих запасів матеріалів, конструкцій, обладнання. Фінансування, як правило, здійснюється поступово – траншами, тобто ризику підлягають окремі грошові потоки, а не весь обсяг інвестицій.

Еккаунтинг – збирання, обробка, аналіз та формування різних видів бізнес інформації: відомостей про ринки, платоспроможність підприємства, фінансовий стан партнерів, перспективи розвитку конкурентів. Ці відомості надаються у вигляді бізнес-довідок.

Диверсифікація – розподіл інвестиційних ресурсів між кількома об'єктами (проектами) з метою зниження впливу однієї негативної події на ефективність всього інвестиційного портфелю.

Крім вищеназваних способів значно вплинути на мінімізацію ризиків можна кваліфікованим відпрацюванням договорів та контрактів партнерами з інвестиційного проекту, своєчасне відпрацювання в них моментів щодо узгодження інтересів учасників та можливих конфліктних ситуацій.

Суб'єкти господарювання діють в умовах невизначеності, тобто неоднозначного розвитку конкретних подій у майбутньому, неможливості передбачити основні величини і показники діяльності підприємства, у тому числі і впровадження інвестиційного проекту. **Невизначеність** – це об'єктивне явище, яке, з одного боку, становить умови будь-якої підприємницької діяльності, а з другого – причина постійної загрози втрати будь-якого підприємця.

Метою аналізу чутливості інвестиційного проекту є порівняльний аналіз впливу факторів на ключовий показник інвестиційного проекту, наприклад, обсяг продажу, витрати та ін.

Чутливість ІІІ залежить від змінюваності критичного обсягу та обсягів виробництва продукції за кожним варіантом. Унаслідок цих параметрів обсяг продукції стане відповідати точці беззбитковості.

Індекс безпеки ($I_{безп}$) проекту за обсягом виробництва визначається за формулою:

$$I_{безп}^{B_{\phi}} = \frac{B_{\phi} - X_{кр}}{B_{\phi}}, \quad (7.15)$$

де B_{ϕ} – фактичний (запланований) випуск продукції.

Цей показник показує крайню межу того, на скільки може зменшитися фактичний (запланований) обсяг виробництва зі збереженням беззбитковості проекту.

За наведеними формулами (7.16, 7.17, 7.18) визначають індекси безпеки, відповідно за ціною, за постійними витратами та за змінними витратами.

$$I_{\text{безп}}^{\text{Ц}} = \frac{\text{Ц} - \text{Ц}_{\phi}}{\text{Ц}}, \quad (7.16)$$

де Ц – ціна запланованої продукції; Ц_{ϕ} – ціна одиниці продукції, за якої фактичний обсяг виробництва відповідатиме точці беззбитковості.

$$I_{\text{безп}}^{\text{А}} = \frac{\text{А}_{\phi} - \text{А}}{\text{А}}, \quad (7.17)$$

де А – заплановані постійні витрати; А_{ϕ} – постійні витрати, за яких фактичний обсяг виробництва відповідатиме точці беззбитковості.

$$I_{\text{безп}}^{\text{В}} = \frac{\text{В}_{\phi} - \text{В}}{\text{В}}, \quad (7.18)$$

де В – заплановані змінні витрати на одиницю продукції; В_{ϕ} – змінні витрати на одиницю продукції, за яких фактичний обсяг виробництва відповідатиме точці беззбитковості

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Які основні принципи побудови системи оцінки ефективності інвестиційних проектів?
2. Методи оцінки ефективності проектів реальних інвестицій.
3. Особливості оцінки ефективності незалежних та альтернативних проектів реальних інвестицій.
4. Що є підставою для обґрунтування інвестиційних рішень про заміну капітальних активів у зв'язку з вибором «покупка-лізинг»?
5. Що розуміють під проектним ризиком? Види проектних ризиків.
6. Методи оцінки одиничних ризиків проектів реальних інвестицій.

ТЕМА 8. Формування програми реальних інвестицій підприємства

План

1. Поняття програми реальних інвестицій та принципи її формування
2. Методичні підходи до відбору реальних інвестиційних проектів
3. Способи реалізації інвестиційних проектів
4. Сутність та види інвестиційних договорів
5. Порядок проведення тендерних торгів
6. Проектно-кошторисна документація

8.1. Поняття програми реальних інвестицій та принципи її формування

Програма реальних інвестицій підприємства є сукупністю інвестиційних проектів, що відповідають критеріям за рівнем дохідності, ризику і ліквідності, загальним цілям інвестиційної політики підприємства та забезпечують найбільші темпи його розвитку і зростання ринкової вартості в прогнозованому періоді, є цілісним об'єктом управління (рис. 8.1).



Рис 8.1. Основні принципи формування інвестиційної програми

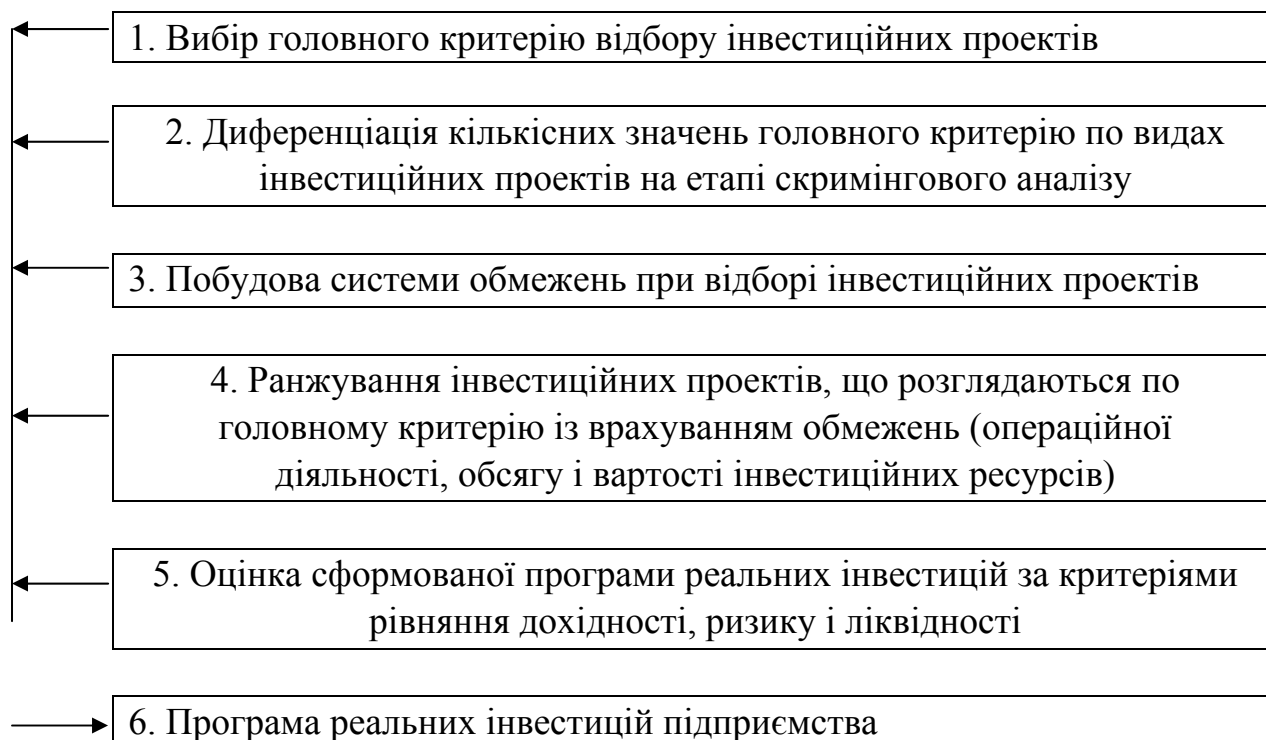


Рис. 8.2. Основні етапи формування програми реальних інвестицій підприємства

8.2. Методичні підходи до відбору реальних інвестиційних проектів

Ранжування реальних інвестиційних проектів, відібраних на скринінговому етапі за головним критерієм відносно обсягів інвестиційних вкладень, є складовою процесу вибору проектів до програми реальних інвестицій.

Запропоновані підприємству інвестиційні проекти в незалежному сполученні ранжуються за значенням IRR та відповідно до обсягів капіталовкладень вишиковуються на графіку, який отримав назву **графіка інвестиційних потреб (можливостей)** (рис. 8.3). Якщо є проекти, що взаємовиключаються, то їх розводять по різних графіках. Скільки комбінацій незалежних проектів, стільки створюється графіків.

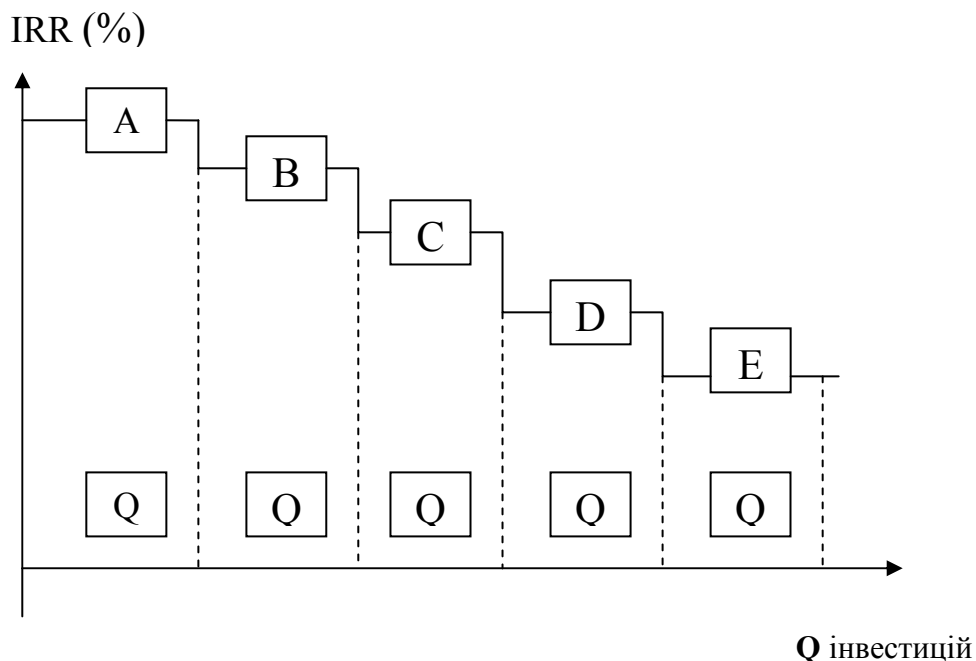


Рис. 8.3. Графік інвестиційних потреб (можливостей) підприємства

Наступним етапом формування оптимальної програми реальних інвестицій є побудова **графіка граничної вартості капіталу**. Відштовхуючись від поняття «середньозважена вартість (ціна) капіталу», необхідно відмітити, що WACC має можливість до зростання. Це пояснюється тим, що: 1) витрати пов'язані з розміщенням нових акцій, призводять до відносного росту ціни нового власного капіталу по відношенню до ціни нерозподіленого прибутку; 2) зростає необхідна доходність по позикових коштам, акціям, через залучення додаткового числа інвесторів.

Точка перелому графіка зміни WACC визначається загальним обсягом можливого фінансування до змушеної емісії нових акцій в оптимальній структурі капіталу (рис. 8.4).

Суміщення графіків інвестиційних потреб і фінансових можливостей підприємства дозволяє здійснити спряжене планування інвестиційної і фінансової діяльності, а також забезпечити оптимізацію програми реальних інвестицій (рис. 8.5).

Вартість інвестиційного капіталу, що приймається для програми реальних інвестицій, визначається точкою перетину графіків інвестиційних потреб і фінансових можливостей підприємства (точкою їх рівноваги).

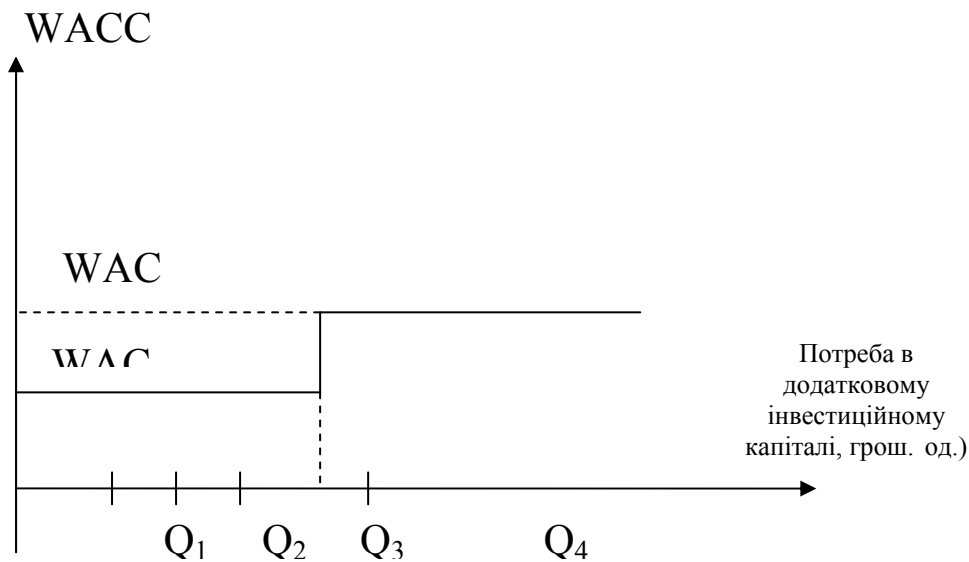


Рис. 8.4. Графік граничної вартості інвестиційного капіталу
3. Оптимізація програми реальних інвестицій

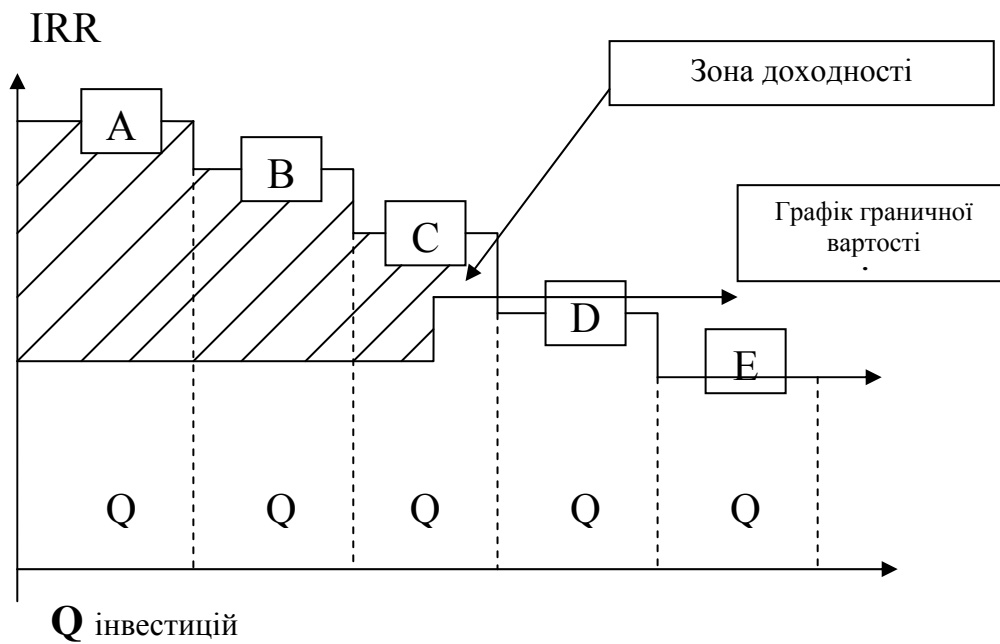


Рис. 8.5. Графік спряженого планування інвестиційних потреб і фінансових можливостей підприємства

Оптимізація програми реальних інвестицій підприємства є процесом відбору інвестиційних проектів, що задовольняють критеріям NPV і IRR. в умовах обмежених фінансових можливостей.

8.3. Способи реалізації інвестиційних проектів

Основними способами освоєння капітальних інвестицій є підрядний, господарський або змішаний.

Підрядний спосіб – це організаційна форма виконання робіт та надання послуг фірмами, підприємствами та організаціями на основі підрядних договорів і контрактів між ними та інвесторами і іншими учасниками інвестиційної діяльності.

Підрядним способом можуть виконуватись будь-які види робіт: будівельні, монтажні, пусконаладжувальні, науково-дослідні, ремонтні, оформлення установчих документів та реєстрація підприємства тощо. В інвестиційній сфері предметом підрядного договору є інвестиційний проект або частина проекту, вид або комплекс певних робіт. Останнім часом підрядний спосіб почав широко використовуватись і в інших видах діяльності – промисловості, сільському господарстві, транспорті та ін. Послідовно стали виникати нові модифікації цього способу: бригадний, дільничний, потоковий, наскрізний, колективний та інші підряди.

Сьогодні на принципах *бригадного підряду* можуть здійснювати свою діяльність малі підприємства, обумовлюючи в договорах взаємовигідні умови виконання робіт.

Дільничний підряд може бути використаний підрозділами будівельних, монтажних організацій та фірм.

За використання *потокowego підряду* укладається договір на послідовне спорудження для замовника кількох однотипних об'єктів, наприклад, житлових будинків у мікрорайоні або лінійно-протяжного об'єкта (автотраси, лінії електропередачі, трубопроводу тощо). У цих умовах роботи виконуються по чергово на кожному об'єкті або в міру просування лінійно-протяжного об'єкта.

Наскрізний підряд передбачає укладання багатостороннього договору між кількома суб'єктами інвестиційного проекту (підрядником, субпідрядними організаціями, постачальниками матеріалів, устаткування, транспортними фірмами) на спільне спорудження об'єкта для замовника, починаючи з нульового циклу й закінчуючи задачею об'єкта в експлуатацію.

При *колективному підряді* будівельна фірма виконує роботи для кількох замовників, укладає договір від імені трудового колективу, при цьому підрозділи фірми не закріплюються за конкретним замовником окремими договорами. Це дає змогу гнучко маневрувати

трудовими і матеріальними ресурсами для дотримання строків виконання кожного проекту.

При підрядному способі ведення робіт усі суб'єкти інвестиційної діяльності – як юридичні, так і фізичні особи можуть вступати в договірні відносини. *Замовником* може бути держава, міністерство, відомство, корпорація, асоціація, об'єднання, підприємство, установа або приватна особа. *Підрядником* можуть бути будівельно-монтажні й проектно-будівельні, промислові підприємства та організації або їх об'єднання, а також окремі фізичні особи, які отримали у встановленому порядку право на участь у здійсненні підприємницької діяльності загалом та в будівництві зокрема. Ними можуть бути також фірми-посередники, які беруть на себе функції з координації робіт і мають право на таку діяльність (ліцензію або сертифікат).

За умов скорочення обсягів інвестування для реалізації проектів все частіше інвестори використовують господарський спосіб (при невеликих обсягах будівельно-монтажних робіт, реконструкції та технічному переозброєнні діючих підприємств).

Господарський спосіб – це така організаційна форма, за якої інвестиційні проекти реалізуються безпосередньо інвестором без залучення підрядника. Юридична особа, яка поєднує функції інвестора, замовника й підрядника називається забудовником і, одночасно, є розпорядником коштів, оперативним керівником та виконавцем будівельно-монтажних робіт.

Для реалізації проекту у забудовника створюється спеціальне управління або відділ інвестицій та своя будівельна організація або дільниця, які забезпечують будівництво необхідною проектно-кошторисною документацією, матеріально-технічними і трудовими ресурсами. Оплата робіт, що виконані такою організацією, здійснюється з поточного рахунку забудовника. В окремих випадках при виконанні господарським способом великих обсягів робіт будівельна організація (дільниця) може бути перетворена у мале підприємство з відкриттям окремого поточного рахунку.

Змішаний спосіб є комбінацією підрядного й господарського способів. Зазвичай підрядником виконуються складні матеріалоемні види будівельно-монтажних робіт, наприклад, монтаж каркасу будівлі із збірних залізобетонних конструкцій, а забудовником – більш трудомісткі роботи.

Вибір того чи іншого способу реалізації проектів

обґрунтовується інвестором у його бізнес-плані.

8.4. Сутність та види інвестиційних договорів

Договір – це угода сторін, яка регулює організаційно-економічні відносини між суб'єктами інвестиційної діяльності. Він визначає відповідальність учасників угоди та юридично закріплює їхні обов'язки.

При підрядному способі реалізації інвестиційного проекту між суб'єктами інвестиційного процесу укладається **договір підряду**. Договір укладається між двома особами – замовником або інвестором чи підрядником. Обидві сторони можуть бути як юридичними, так і фізичними особами. Як правило, найчастіше замовник є одночасно й інвестором. Однак ці функції можуть і розмежовуватись, наприклад, фінансування проекту здійснює міністерство, відомство або держава, а замовником виступає окреме підприємство або установа. До управління проектом може бути залучена і третя юридична особа, яка діє від імені інвестора і представляє його інтереси упродовж всього інвестиційного циклу, або тільки на період будівництва – до введення об'єкта в експлуатацію та здійснює остаточні розрахунки. В умовах ринку такі посередницькі функції виконує керівник проекту.

Інвестор може передати усі функції замовника спеціалізованій фірмі-девелоперу. У такому випадку договір підряду набуває виду **договору фінансування проекту**. Фірма-девелопер укладає підрядний договір з будівельно-монтажною організацією (підрядником) або сама здійснює будівельно-монтажні роботи. За умовами укладеного з інвестором договору підряду фірма-девелопер зобов'язана представити у визначений строк готовий об'єкт або реалізувати його на ринку нерухомості і відшкодувати інвестору інвестиційні витрати, забезпечивши певний дохід. Інвестор може також укласти договір з однією або декількома фірмами-рієлтерами на купівлю об'єкта, що його зацікавив.

При підрядному способі здійснення робіт можуть укладатися такі **типи договорів підряду**: генеральні (комплексні), річні, «під ключ», субпідрядні, прямі (окремі).

Генеральний договір укладається між інвестором (замовником) і генеральним підрядником або генеральним проектувальником на виконання будівельних та інженерних робіт, постачання і монтаж устаткування, благоустрій території, а також на виконання

пусконалагоджувальних робіт. За цим договором підрядник виконує основну масу будівельних робіт, здійснює значну частину поставок матеріальних ресурсів для будівництва. Частину поставок і робіт може виконувати сам замовник самостійно або за окремими прямими договорами.

При тривалих термінах будівництва, крім генерального договору можуть укладатися й *річні* договори, в яких деталізуються та уточнюються обов'язки сторін. Якщо тривалість будівництва становить більше двох років, то вони можуть укладатися в рамках генеральних договорів.

Договір «*під ключ*» є різновидом генерального договору, відповідно до якого підрядник бере на себе зобов'язання виконати комплекс робіт і поставок, несе відповідальність за спорудження об'єкта й виступає замовником щодо інших учасників інвестиційного проекту. Згідно з умовами договору частину робіт і поставок може здійснювати замовник, але відповідальність за здачу об'єкта «*під ключ*» несе підрядник. Він повинен здати об'єкт повністю підготовленим до експлуатації, відповідно до умов договору та ще й з відповідними гарантіями. Учасники інвестиційного проекту в окремих випадках можуть укладати договори «*під ключ*», у яких містяться умови, згідно з якими між юридичними сторонами на паритетних засадах укладається угода про створення консорціуму. Відповідно до цієї угоди підрядник зобов'язується не тільки здати інвестору об'єкт в експлуатацію, але і забезпечити випуск і реалізацію готової продукції. Такі договори ще називають:

а) контрактами на умовах «*під готову продукцію*» («товар + послуги»): вони, крім всього іншого, передбачають підготовку персоналу, організацію менеджменту, управління об'єктом до досягнення ним проектної потужності;

б) контрактами на умовах «*ринок в руки*», коли від підрядника вимагають не тільки побудувати об'єкт і вивести на проектну потужність, але і забезпечити збут продукції. За таким договором підрядник бере на себе не тільки будівельні, виробничі, а також і комерційні ризики.

Субпідрядні договори укладаються між генеральним підрядником і субпідрядними фірмами на виконання окремих спеціалізованих видів робіт. Ці договори не звільняють підрядника від відповідальності перед замовником за виконання робіт відповідної якості й у терміни, передбачені договором підряду. У

цьому випадку підрядник відносно субпідрядників стає замовником, а щодо інвестора (замовника) – генеральним підрядником.

Прямий договір укладається між замовником і заводом – виробником технологічного обладнання на виконання фіксованих обсягів робіт, насамперед, спеціальних монтажних робіт, наприклад, шефмонтаж обладнання заводом – виготовлювачем, якщо воно того потребує. Прямі (окремі) договори укладаються замовником (інвестором) у випадку, коли виробник є автором (власником) технології виробництва, передбаченого в інвестиційному проекті. За умов укладених прямих договорів підрядник несе відповідальність тільки за умовами свого договору, тобто за свої роботи і послуги. Відповідальність за координацію всіх робіт і їх завершення по об'єкту загалом залишається за замовником (інвестором).

Окремий договір може укладатися замовником з банком, який здійснює фінансування виконання робіт та виконує розрахунки між суб'єктами інвестування.

Найважливішим принципом і умовою ефективного використання інвестиційних ресурсів є забезпечення конкурсності при виборі постачальників, консультантів, підрядників та інших учасників інвестиційного процесу.

Найбільш поширеною формою вибору учасників є тендери (торги), які застосовуються насамперед у відношенні державних закупівель з метою розвитку таких державних секторів економіки як оборонна промисловість, енергетика, транспорт, зв'язок, охорона довкілля тощо.

Тендери – це форма розміщення замовлення на будівництво, яка передбачає визначення підрядника шляхом конкурсного відбору кращої тендерної пропозиції (оферти) за встановленими замовником критеріями.

Розрізняють дві категорії конкурсного розміщення замовлення насамперед щодо державних закупівель: закупівлі товарів, робіт, і послуг у рамках державного замовлення (для оборонної промисловості, енергетики тощо); закупівлі в рамках реалізації проектів, які фінансуються за рахунок державних коштів. За таких умов закупівлі здійснює не державне відомство, а організація (компанія), що одержала на визначених умовах державні кошти для реалізації проекту.

Ще однією важливою сферою застосування торгів стають закупівлі, здійснювані в рамках проектів, які фінансуються між-

народними фінансовими інститутами і міжнародними організаціями.

Сьогодні торги використовуються як інструмент підвищення ефективності використання коштів банками, що надають свої ресурси на умовах проектного фінансування.

Залежно від способів організації торгів вони можуть бути таких видів: відкриті торги; відкриті торги з попередньою кваліфікацією; закриті торги, одиничні торги.

При проведенні перших двох видів торгів повідомлення про них публікується в пресі, тому вони часто називаються «публічними». У *відкритих торгах* можуть брати участь усі зацікавлені підрядники і подавати тендерні пропозиції. Сума (портфель) замовлень повинна бути великою, враховуючи витрати на проведення відкритих торгів, досить значний час на їх підготовку та проведення (до укладення контракту), що може розтягнутися на декілька місяців.

Підрядник чи інше підприємство, які виявили бажання взяти участь у відкритих торгах, викуповують у організаторів торгів (тендерного комітету) необхідну для підготовки своїх пропозицій документацію.

Різновидом відкритих торгів є *торги з попередньою кваліфікацією*: на основі попередньої інформації, що надається всіма зацікавленими взяти участь у торгах підрядниками, і попередньої їх кваліфікації відбувається попередній відбір претендентів (постачальників, підрядників, консультантів), на основі чого складається так званий «довгий список фірм» – претендентів і відсторонення тих підрядників, які не відповідають кваліфікаційним вимогам. Після цього на другому етапі до торгів допускаються відібрані підрядники за сформованим «коротким списком».

У випадку *закритих торгів* тендерні пропозиції мають право подавати тільки ті підрядники, які одержали від замовника запрошення. При цьому запрошення до участі розсилаються організаторами найбільш відомим постачальникам, підрядникам, консультантам, що мають достатній досвід реалізації проектів даного типу. Закриті торги проводяться зазвичай при закупівлях дорогого сучасного устаткування з високими технічними характеристиками і на складні будівельно-монтажні роботи, що вимагають високої кваліфікації.

Одиничні торги застосовуються дуже рідко: вони характеризуються наявністю одного оферента (наприклад, власника патенту) для проведення спеціальних робіт чи поставок.

Існує поняття *вторинних торгів*. Замовник проекту може провести первинні торги, на основі яких визначається генеральний підрядник (постачальник). Далі генеральний підрядник проводить свої «вторинні» торги, на основі яких виявляються субпідрядники (субпостачальники). Замовник проекту здійснює контроль за проведенням вторинних торгів, а іноді бере участь у затвердженні їх результатів.

Поряд з наведеною класифікацією торги можуть групувати залежно від національної приналежності учасника на національні (внутрішні) і міжнародні.

8.5. Порядок проведення тендерних торгів

Рішення про проведення тендерів приймається замовником за наявності достатніх інвестицій для здійснення будівництва або документального підтвердження фінансових гарантій щодо своєчасного одержання необхідних для виконання замовлень коштів.

Замовлення на будівництво може розміщуватись шляхом проведення тендерів на виконання проекту загалом, а у разі значного обсягу робіт – на спорудження комплексів, виконання черг, етапів будівництва, визначених проектною документацією. Не дозволяється поділ замовлення на частини з метою штучного зменшення вартості замовлення й уникнення проведення тендерів. Проведення тендерів організовує сам замовник, він же і встановлює вимоги до претендентів.

Організація проведення тендерів на конкурсній основі включає низку фаз і етапів, що складають закупівельний цикл. Часові рамки закупівельного циклу визначаються, з одного боку, моментом підготовки і розсилки загального повідомлення про закупівлі, з іншого боку-моментом закриття контракту. Кількість фаз і етапів в рамках циклу залежать від суми закупівель і обраних процедур і правил її організації. Повний цикл містить такі основні фази:

- 1) підготовка специфікацій і тендерної документації;
- 2) спеціальне повідомлення про тендер, розсилання тендерної документації попередньо відібраним фірмам; підготовка ними тендерних пропозицій і подання їх до тендерного комітету;
- 3) відкриття торгів (розкриття тендерних пропозицій) і оцінка пропозицій, підготовка оцінної доповіді і визначення переможця;
- 4) укладення контракту;

5) виконання контракту і його закриття.

Правильна організація торгів сприяє вибору найбільш оптимальної пропозиції. Замовник, або за його дорученням організатор формують тендерний комітет, склад якого затверджується замовником. До складу тендерного комітету входять представники замовника, міністерств, органів виконавчої влади, місцевих державних адміністрацій, проектних і громадських організацій тощо. Як правило головою тендерного комітету є керівник підприємства, установи, організації – замовника тендерів або інша посадова особа, яка ним призначається.

На тендерний комітет покладаються такі функції:

- проведення попередньої кваліфікації претендентів;
- приймання, реєстрація та зберігання тендерних пропозицій (оферт) і прийняття рішень за результатами оцінки;
- визначення переможця тендерів;
- документальне оформлення інформації щодо процедури і результатів проведення тендерів;
- підготовка звіту про проведення тендерів.

Замовник контролює перебіг роботи, пов'язаної з проведенням тендерів, вирішує найважливіші питання, що виникають у цьому процесі, затверджує протоколи засідань тендерного комітету, тендерну документацію, результати тендерів, розглядає скарги від претендентів, остаточні умови контракту з переможцем тендерів і підписує з ним контракт.

Організація проведення торгів передбачає підготовку замовником (покупцем) документів для торгів – тендерної документації. Тендерна документація повинна бути однаковою для всіх претендентів, однозначною для розуміння, недискримінаційною, містити вичерпну інформацію, необхідну для розроблення тендерних пропозицій.

Тендерна документація затверджується замовником та повинна містити:

- інструкцію щодо підготовки тендерних пропозицій;
- перелік критеріїв, які висуваються тендерним комітетом до виконавців згідно з встановленими кваліфікаційними вимогами;
- інформацію про характер і необхідні технічні та якісні характеристики предмета торгів;
- перелік критеріїв та методику їх оцінки для визначення найкращої тендерної пропозиції;

- зазначення основних умов, які обов’язково будуть включені до договору про закупівлю чи проекту договору про закупівлю;
- спосіб оцінки і порівняння альтернативних тендерних пропозицій;
- методику розрахунку ціни тендерної пропозиції;
- інформацію про валюту (валюти), у якій (яких) має бути розрахована і зазначена ціна тендерної пропозиції;
- зазначення мови (мов), якою (якими) мають бути складені тендерні пропозиції;
- вимоги замовника щодо надання тендерного забезпечення та забезпечення виконання договору про закупівлю;
- умови повернення чи неповернення тендерного забезпечення;
- зазначення способу, місця та кінцевого строку подання тендерних пропозицій;
- зазначення місця, дати та часу розкриття тендерних пропозицій, а також посадових осіб або інших працівників замовника, уповноважених здійснювати зв’язок із виконавцями;
- інформацію про додаткові умови, необхідні для акцепту тендерної пропозиції.

Оголошення про відкриті тендери та запрошення підрядників до участі у закритих тендерах або конкурентних переговорах подається замовником або організатором за умови готовності тендерної документації. В оголошенні міститься така інформація: назва, адреса, телефони замовника або організатора і тендерного комітету; назва та опис замовлення, джерело фінансування замовлення; строки, адреса і спосіб подання тендерних пропозицій (оферт).

У разі проведення відкритих тендерів з попередньою кваліфікацією тендерний комітет визначає склад інформації, яку повинні надати претенденти, готує і передає їм відповідні форми. Така інформація може містити: копії юридичних документів, копії ліцензій, відомості про кваліфікацію і досвід спеціалістів, що будуть брати участь у виконанні замовлення, довідку про щорічні обсяги виконання будівельно-монтажних робіт за останні три роки, фінансову звітність, можливості залучення субпідрядників.

Список претендентів, які залишилися після попереднього кваліфікування, затверджується замовником і кожному із претендентів надсилається офіційне запрошення до участі у тендері.

Передання претендентам тендерної документації здійснюється

за відповідну плату, яка включає витрати, безпосередньо пов'язані з її друкуванням, і відправленням претендентам. Витрати замовника, пов'язані з розробкою тендерної документації, в зазначену плату не включаються.

Оцінка пропозицій. Після закінчення строку, передбаченого для підготовки і подачі пропозицій, замовник (через тендерний комітет) розпечатує пропозиції, здійснює їх оцінку. Оцінка пропозицій включає такі три етапи: 1) попередній розгляд; 2) зведення пропозицій; 3) аналіз і підготовка звіту.

При співставленні конкурсних пропозицій на здійснення робіт і поставку товарів використовуються скориговані і дисконтовані ціни, при цьому при коригуванні враховуються, крім всього іншого: пільги місцевим виробникам і підрядникам; можливі знижки, що надаються при умові одночасного присудження декількох контрактів.

У випадку попереднього кваліфікаційного відбору контракт присуджується тому учаснику торгів, чия пропозиція має найменшу вартість. Якщо попередній кваліфікаційний вибір не проводився, потенційний переможець торгів повинен пройти наступний кваліфікаційний відбір.

Замовник може відмовитись від всіх пропозицій, якщо: ні одна із конкурсних пропозицій не буде відповідати висунутим вимогам; ціни конкурсних пропозицій виявляться занадто високими порівняно з попередніми оцінками; ні один із учасників торгів не може успішно пройти кваліфікаційний відбір.

У випадку успішного проведення торгів і встановлення переможця присуджується контракт. При цьому гарантії на конкурсні пропозиції учасникам, що програли торги, повертаються відразу ж після присудження контракту.

Стосовно інвестиційних проектів, що реалізуються за схемою проектного фінансування, організація закупівельної діяльності через проведення конкурсних торгів на підрядні роботи, поставки інвестиційних товарів, надання консультаційних послуг є загальним правилом.

Враховуючи, що центральною фігурою в проектному фінансуванні є банк (він контролює діяльність на всіх кінцевих фазах проектного циклу) до складу тендерних комітетів входять представники банків – кредиторів.

Контролюючи закупівельну діяльність, кредитор звертає увагу на: забезпечення конкурсності і максимальної економії фінансових

ресурсів; умови контрактів, що забезпечують оптимальний розподіл ризиків між замовником проекту і виконавцями; надання необхідних гарантій і страхування ризиків з боку виконавців; виконання сторонами всіх умов контрактів в ході їх реалізації.

У випадку, коли підрядник чи постачальник є серед засновників проектної команди, конкурс не проводиться. Тоді має місце таємний конкурс між підрядниками (постачальниками) на вакантне місце засновника проектної компанії, що здійснює проектне фінансування.

Конкурс не проводиться і в тому випадку, коли підрядник (постачальник) є сам ініціатором і основним засновником проектної компанії. В сучасній практиці проектного фінансування така ситуація є найбільш поширеною.

Рішення про результати тендерів оформляється протоколом і після його затвердження переможцю торгів протягом 3-х днів має бути надіслано повідомлення про акцепт тендерної пропозиції. У свою чергу, після одержання акцепту пропозиції, переможець надає замовнику гарантії виконання контрактних зобов'язань, після чого сторони остаточно узгоджують і укладають контракт.

Витрати на організацію та проведення тендерів проводяться за рахунок коштів замовника і враховуються у вартості будівництва. У разі коли тендери не відбулися або переможець не визначений і в подальшому замовник відмовився від здійснення будівництва, витрати замовника на проведення тендера відшкодовуються: підприємствами за рахунок основної діяльності; управліннями капітального будівництва місцевих органів виконавчої влади – за рахунок місцевого бюджету; адміністрацією підприємств, що будуються, – за рахунок коштів на будівництво. Витрати підрядника на підготовку тендерної пропозиції відносяться на його накладні витрати.

8.6. Проектно-кошторисна документація

Проектування є важливим етапом реалізації проекту, так як закладені в проекті технологічні, конструктивні та інші планувальні рішення важко змінити, коли будівництво вже почалося.

Проект будівництва, реконструкції або технічного переозброєння складається з 2-х частин: комплексу проектної документації; кошторисної документації.

Проектна документація охоплює три складові частини: технологічну; будівельну; техніко-економічну.

Технологічна частина складається із схеми виробництва (технологічно взаємопов'язаних одиниць обладнання), технологічних етапів щодо виготовлення продукції та обсягів її виробництва.

Будівельна частина визначає стандартні вимоги до об'ємно-планувальних і конструктивних рішень. Об'ємно-планувальні рішення передбачають розміщення основних підсобних приміщень, цехів, розміри їх площі і об'єму. Конструктивні рішення передбачають використання найбільш доцільних будівельних матеріалів, конструкцій і деталей.

Техніко-економічна частина проекту охоплює передінвестиційні дослідження та ТЕО, розрахунки економічних показників ефективності інвестиційних проектів, які визначаються на підставі передпроектної документації.

Водночас з метою прискорення інвестиційного процесу передпроектні дослідження, стадія проектування і навіть будівництва часто поєднуються. Склад, зміст та терміни розробки проектно-кошторисної документації визначаються замовником і підрядником за участю проектною організацією. Проектно-кошторисна документація готується замовником проекту, але, враховуючи складність цієї роботи, вона може виконуватися спеціальними проектними фірмами за відповідну плату.

Проект розробляється на підставі завдання на проектування і іншої проектною документації, що надається замовником проектній фірмі. При згоді виконувати роботи між ними укладається угода на розробку проектно-кошторисної документації. Керуючись вимогами та параметрами завдання на проектування, проектна фірма проводить *економічні та інженерні дослідження*.

Економічні дослідження проводяться з метою перевірки доцільності проекту. Для цього вивчаються питання забезпечення виробництва сировиною, транспортними засобами, робочою силою, можливості використання місцевих будівельних матеріалів і існуючої виробничо-технічної бази будівництва. *Інженерні дослідження* проводяться з метою перевірки обґрунтованості будівництва на обраному майданчику, тобто вивчаються топографічні, геологічні, гідрогеологічні, метеорологічні та інші умови виконання будівельно-монтажних робіт. Результатом є визначення площі будівництва, обсягів земельних робіт, вибір фундаментів і наземних конструкцій окремих будівель і споруд, вибір джерел забезпечення будівництва і експлуатації підприємства, забезпеченість електроенергією, водою,

комунікаційними мережами та іншими об'єктами виробничої інфраструктури. Якісно проведені інженерні дослідження істотно впливають на зменшення вартості проекту.

В Україні традиційно весь комплекс інженерних і економічних досліджень проводиться генеральним проектувальником з залученням спеціалізованих науково-дослідних, дослідно-конструкторських і геологорозвідувальних фірм згідно з укладеними договорами. Керівництво цими дослідженнями здійснює головний інженер (архітектор проекту).

Після проведення інженерних і економічних досліджень та затвердження майданчика під забудову і його обмеження в натурі генеральний проектувальник одержує архітектурно-планувальне завдання і технічні умови на проектування, що, по суті, є початком розробки проектно-кошторисної документації.

Розробка проектно-кошторисної документації регламентується відповідними нормативними актами, перш за все державними будівельними нормами і правилами (ДБНіП). Більшість нормативних актів орієнтовані на підготовку кошторисів за інвестиційними проектами, в рамках яких передбачається здійснювати будівельно-монтажні роботи (так звані будівельні проекти).

Найважливішими елементами всієї проектно-кошторисної документації є кошторис. Ними користуються всі учасники реалізації інвестиційного проекту, насамперед, замовник цього проекту та кредитор. Вказані документи починають складатися на передінвестиційній фазі проектного циклу, на інвестиційній вони набувають статусу офіційних, що не виключає їх уточнення і коригування. Всі документи взаємопов'язані, однак кожен має свій особливий статус і специфічні функції.

Кошторис – це сукупність нормативних розрахунків, які визначають вартість робіт зі спорудження окремого об'єкта. Розробка кошторису за параметрами технічного завдання замовника проекту пов'язується з підготовкою всієї проектно-кошторисної документації.

Основними функціями кошторису проекту є: оцінка вартості (ціни) об'єкта інвестиційної діяльності; визначення потреби в фінансових ресурсах для реалізації проекту; підготовка розрахунків, на базі яких готуються інші важливі документи і робляться розрахунки за проектом (бюджет проекту, план фінансування, оцінка амортизаційних відрахувань, прогноз грошових потоків); визначення орієнтованих цін контрактів на закупівлю товарів, робіт і послуг;

контроль за витратами на реалізацію проекту.

Кошторис може використовуватися як один із вихідних елементів для розрахунку грошових потоків за проектом і, відповідно, для визначення фінансової ефективності проекту. В цьому випадку кошторис розглядається як сукупність капітальних витрат на всіх фазах проектного циклу. Кошторис проекту з самого початку може складатися в декількох модифікаціях і формах – для зовнішнього користування і внутрішніх потреб.

З формального погляду кошторис з'являється одночасно з проектно-кошторисною документацією. В кошторисі знаходять відображення такі витрати: на здійснення капітальних інвестицій на нове будівництво, реконструкцію, розширення і технічне переобладнання підприємств; на придбання будівель, споруд, обладнання, транспортних засобів і інших окремих об'єктів; на придбання земельних ділянок і об'єктів природокористування; на придбання і створення активів нематеріального характеру.

У міжнародній практиці при розробці кошторису широко використовується ринковий (або контрактний) метод. На міжнародному ринку вартість такого специфічного (а нерідко і унікального) товару як об'єкт інвестиційної діяльності складається з трьох основних компонентів: інженерно-консультаційні послуги (ІКП); машини, технічне обладнання і матеріали; будівельно-монтажні роботи і проектно-дослідницькі роботи.

Маючи цінову інформацію за вказаними компонентами, ініціатори проекту ще на передінвестиційній фазі мають можливість зробити приблизний кошторис проекту, що необхідно для визначення в загальному вигляді фінансових потреб, підготовки попереднього ТЕО і початку переговорів з банками та іншими фінансовими інститутами.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що таке програма реальних інвестицій підприємства?
2. Основні принципи формування програми реальних інвестицій підприємства.
3. Основні етапи формування програми реальних інвестицій підприємства.
4. Що показують графіки інвестиційних потреб підприємства та граничної вартості інвестиційного капіталу?
5. Сутність оптимізації програми реальних інвестицій підприємства.

ТЕМА 9. Особливості управління інноваційними інвестиціями підприємства

План

1. Поняття інновацій та їх види. Форми інноваційної діяльності
2. Інноваційний процес. Об'єкти інноваційної діяльності
3. Суб'єкти інноваційної діяльності
4. Інтелектуальні інвестиції як різновид інновацій
5. Венчурне фінансування інноваційної діяльності
6. Управління інноваційними інвестиціями підприємства як інструмент реалізації інноваційної стратегії
7. Правила прийняття рішень при інноваційному інвестуванні
8. Особливості фінансування інноваційних інвестицій підприємства

9.1. Поняття інновацій та їх види. Форми інноваційної діяльності

Інноваційні інвестиції є різновидом реальних інвестицій. Вони формують виробничий потенціал на новій науково-технічній основі.

Згідно з Законом України „Про інноваційну діяльність” від 4 липня 2002 року № 40-IV **інновації** – це новостворені (застосовані) і (або) вдосконалені конкурентоздатні 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.

В цьому ж законі дається визначення поняття інноваційної діяльності.

Інноваційна діяльність – це діяльність, що спрямована на використання і комерціалізацію результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів і послуг.

Інновації можуть класифікувати за *різними ознаками*:

I. Залежно від характеру здійснюваних структурних змін в процесі виробництва розрізняють такі види інновацій:

- *технічні*, які спрямовані на модернізацію обладнання, технічне переоснащення діючих підприємств чи виробництв;
- *технологічні*, які спрямовані на створення і освоєння у виробництві нової продукції, нових видів послуг, нових технологій;
- *виробничі*, які пов'язані із зміною виробничої діяльності і

структурою виробництва;

- *економічні*, які направлені на вдосконалення методів і способів планування господарської діяльності, на покращання результатів господарювання;

- *управлінські*, які пов'язані з покращенням стилю і методів керування, використанням нових способів збору і обробки інформації та прийняття управлінських рішень;

- *соціальні*, які направлені на поліпшення умов і характеру праці, соціальний розвиток і охорону здоров'я;

- *екологічні*, які направлені на впровадження заходів щодо охорони навколишнього середовища.

II. Залежно від того, з якими процесами діяльності пов'язані інновації, розрізняють:

- інновації продукції (або товарні інновації);
- інновації процесів;
- інновації робочої сили;
- інновації менеджменту.

Розрізняють дві форми інноваційної діяльності. Так, інноваційні інвестиції здійснюються:

- 1) шляхом придбання готової науково-технічної продукції;
- 2) шляхом розробок науково-технічної продукції.

Перша форма включає такі напрями:

придбання патентів на наукові відкриття і винаходи, промислові зразки і товарні знаки;

придбання «ноу-хау» – сукупності технічних, технологічних, комерційних і інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок або виробничого досвіду, необхідних для організації господарської діяльності, але незапатентованих. Придбання патентів і ноу-хау здійснюється на основі ліцензійної угоди, однією із форм якої є *франчайзинг*, тобто продаж і придбання ліцензії на технології або товарний знак фірми при умові дотримання покупцем продиктованих продавцем ліцензійних стандартів якості продукції чи надання послуг.

Друга форма включає:

розробку нової науково-технічної продукції в рамках підприємства своїми силами;

розробку нової науково-технічної продукції на замовлення підприємства. Такий напрям одержав назву *інжинірингу* – надання певних видів послуг щодо складання технічного завдання,

проведення передпроектних робіт, техніко-економічного обґрунтування інвестиційних проектів, проектно-пошукових робіт, розробки проектно-кошторисної документації, консультування. Результати розробки науково-технічної продукції можуть бути представлені у формі технологічної і конструкторської документації, наукових звітів, методичних рекомендацій, опису комп'ютерних програм, програмного забезпечення тощо.

9.2. Інноваційний процес. Об'єкти інноваційної діяльності

Інноваційний процес має свої особливості. Це свого роду єдиний процес, який об'єднує науку, техніку, економіку, виробництво і менеджмент. Інноваційний процес складається із отримання новизни, зародження ідеї і простягається аж до її комерційної реалізації.

Специфіка цього роду інвестування полягає в тому, що інновації пов'язані з підвищеною небезпекою втрати вкладень. Комерційний успіх в інноваційному процесі досягається лише в межах 10 % від усіх початкових проектів.

Інноваційний процес – це процес доведення наукової ідеї або технічного винаходу до стадії практичного використання, що приносить дохід, а також пов'язані з цим процесом техніко-економічні та інші зміни у соціальному середовищі.

Об'єктами інноваційної діяльності є:

- інноваційні програми та проекти;
- нові знання та інтелектуальні продукти;
- виробниче обладнання та процеси;
- інфраструктура виробництва, й підприємництва;
- організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і соціальної сфери;
- сировинні ресурси, засоби їх видобування й переробки;
- товарна продукція;
- механізми формування споживчого ринку і збуту товарної продукції.

Найчастіше об'єкти інноваційної діяльності існують у формі *інноваційного проекту* – комплексу документів, що визначає процедуру і зміст усіх необхідних заходів (у тому числі інвестиційних) щодо створення й реалізації інноваційного продукту або інноваційної продукції.

Інноваційний процес у виробничій сфері включає такі стадії:

зародження ідеї та її патентування;
 наукове і техніко-економічне обґрунтування створення нового продукту чи сфери послуг;
 експериментальне освоєння дослідного зразка продукції;
 доведення дослідних зразків до промислового виробництва;
 отримання достатньої кількості нового продукту для його комерціалізації (масового виробництва).

Враховуючи ці стадії, розрізняють три **форми інноваційного процесу**:

- простий внутрішньоорганізаційний (натуральний);
- простий міжорганізаційний (товарний);
- розширений.

Простий внутрішньоорганізаційний 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.

9.3. Суб'єкти інноваційної діяльності

Суб'єктами інноваційного процесу 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 та змістом інноваційної діяльності розрізняють три групи суб'єктів інноваційного процесу:

державні органи управління інноваційною діяльністю (верховна Рада України та АР Крим; КМУ; державні органи місцевого самоврядування);

інноваційні підприємства (технополіси; технопарки; інноваційні бізнес-інкубатори; інноваційні центри);

фінансово-кредитні інноваційні установи (державна

інноваційна фінансово-кредитна установа; венчурні компанії; інноваційні банки; інноваційні фонди).

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, бізнес-інкубатора, інноваційного центру тощо*.

Діяльність таких структур регулюється Положенням про порядок створення і функціонування технопарків та інноваційних структур інших типів, затвердженим постановою Кабінету Міністрів України від 22 травня 1996 року № 549.

Технополіс — це науково-промисловий комплекс, створений для виробництва нової прогресивної продукції або розроблення нових 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.

До складу технополісів можуть входити:

- науково-дослідні організації та установи;
- промислові підприємства; культурно-побутові об'єкти;
- комунальні та інформаційні мережі;
- проектно-конструкторські центри та дослідні виробництва;
- фінансово-кредитні установи;
- торговельні, посередницькі, консультаційні та інші структури.

Науково-технологічний парк – це комплекс дослідних інститутів, лабораторій, 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).

Одним із потенційно найефективніших структур прискореного впровадження інновації та економічного розвитку є *бізнес-інкубатори*.

Головне призначення *бізнес-інкубатора* – першочергова під-

тримка малого підприємництва. Бізнес-інкубатори можуть займатися задачею в оренду устаткування і виробничих приміщень, наданням консультацій.

Суб'єктів інноваційного процесу групують ще таким чином: **новатори, ранні реципієнти, рання більшість, відстаючі**. Усі групи, окрім першої, є імітаторами, тобто реалізаторами нововведень.

Новатори – це генератори науково-технічних знань (індивідуальні винахідники або дослідні організації). Вони зацікавлені в одержанні частини доходу від використання винаходу.

Ранні реципієнти – це підприємці, що першими освоїли новий продукт або технологію. Вони намагаються одержати додатковий прибуток шляхом швидкого просування нововведення на ринок.

Рання більшість – представлена фірмами, які першими впровадили нововведення у виробництво, що забезпечило їм додатковий прибуток.

Відстаючі фірми – зіштовхуються з ситуацією, коли запізнення з нововведенням призводить до випуску нових виробів, що вже починають морально застарівати.

Однією з організаційних структур інноваційного підприємництва також можуть бути створення в структурі підприємства окремих **інноваційних підрозділів**.

9.4. Інтелектуальні інвестиції як різновид інновацій

Однією з складових частин інвестиційного ринку є ринок інтелектуальних товарів та послуг. Сьогодні вважається, що ринок інтелектуальної власності є найбільш масштабним і дорогим ринком порівняно з ринком товарів, нерухомості тощо.

Вкладання в інтелектуальну власність (придбання інтелектуальних товарів і послуг) прийнято називати **інтелектуальними інвестиціями**. До них відносять:

придбання виключних прав використання – придбання патентів, ліцензій на винаходи, промислові зразки, товарні знаки тощо;

придбання інформаційних послуг через наймання різного роду спеціалістів – вчених і практиків за контрактом або у вигляді разового придбання інформаційних послуг (консультування, експертиза, рекомендації тощо);

придбання науково-технічної продукції, тобто інтелектуальних товарів у матеріальній формі (проектно-кошторисної документації, програм, методик, ноу-хау). Ці товари можуть бути у будь-якій формі

носіїв інформації: у вигляді друкованої продукції, програмного забезпечення для комп'ютерів, аудіо- або відеозапису;

вкладень у людський капітал, тобто витрати на освіту, підготовку і перепідготовку кадрів, навчання, охорону здоров'я та ін.

Інвестор купує інтелектуальні товари і послуги з метою їхнього використання в інвестиційній (підприємницькій) діяльності в надії одержання доходу в майбутньому.

Об'єкти інтелектуальних інвестицій класифікують як: винахід, корисна модель, промисловий зразок, знак для товарів і послуг.

Винахід – технологічне (технічне) рішення, що відповідає умовам патентоздатності (новизні, винахідницькому рівню і промисловій придатності). Право власності на винахід засвідчується патентом терміном дії 20 років.

Корисна модель – нове і промислово придатне конструктивне виконання пристрою. Такими результатами можуть бути будь-які продукти або способи їх виробництва. Корисна модель патентується строком на 5 років з можливим продовженням ще на 3 роки.

Промисловий зразок – це результат творчої діяльності людини у галузі художнього конструювання. Таким результатом може бути форма, малюнок чи розфарбування або їх поєднання, які визначають зовнішній вигляд промислового виробу і призначені для задоволення естетичних та ергономічних потреб. Патенти на промислові зразки видаються терміном на 10 років з можливим продовженням строку ще на 5 років.

Знак для товарів і послуг – це позначення, за яким товари і 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 засвідчується свідоцтвом строком на 10 років з можливим наступним періодичним продовженням кожного разу на 10 років.

Об'єктами інтелектуальної власності можуть бути також наукові теорії, математичні методи, плани, правила, програми для обчислювальних машин, типології інтегральних мікросхем, художні вироби тощо. Окремі з них можуть підтверджуватися патентним відомством, щодо інших, зокрема, наукових праць, творів літератури, мистецтва діють норми авторського права.

Інтелектуальні інвестиції реалізуються у вигляді венчурних проектів через створення різного роду науково-дослідних,

інжинірингових і консалтингових фірм.

9.5. Венчурне фінансування інноваційної діяльності

Поняття «венчурний капітал» походить від англ. слова *venture*, що означає «ризикована справа або починання». У загальному розумінні **венчурний капітал** – це вкладені грошові кошти великих компаній, банків, страхових, пенсійних та інших фондів у сферу підвищеного ризику, новий бізнес, який поступово розширюється в процесі просування на ринок нових технологій.

Кінцевою метою венчурного капіталіста є продаж своєї частки вже стабільно працюючого, успішного підприємства за значно вищою ціною, що дасть змогу не тільки повернути вкладені кошти, але і суттєво заробити на профінансованому проекті.

Суть венчурного капіталу виявляється у механізмі венчурного фінансування, яке внаслідок адаптації господарської системи до вимог активізації інноваційного процесу передбачає часткову участь інвесторів венчурного капіталу в капіталі венчурної фірми шляхом придбання акцій. У результаті здійснюється активне залучення інвесторів до управління венчурною фірмою, що передбачає підбір команди менеджерів, можливість внесення змін до її складу, прийняття стратегічних рішень щодо розвитку фірми, здійснення фінансового контролю за її діяльністю.

Мета, яку переслідують інвестори венчурного капіталу, полягає в отриманні надприбутків від комерціалізації нововведення. Через це їхні інтереси й інтереси підприємців ризикового бізнесу зосереджені на успішному впровадженні інновацій у виробництво.

За своєю природою венчурні інвестиції мають довгостроковий характер, а отримання прибутків на вкладення у венчурні фірми відбувається не раніше, ніж через 5-10 років.

Венчурне фінансування здійснюють по-різному. Найтипніше проходить у два етапи. На першому етапі відбувається акумуляція коштів з різних джерел капіталу. Джерелами венчурного фінансування є: вільні фінансові ресурси пенсійних, благодійних фондів; державні структури; корпоративний венчурний капітал; приватні інвестори; прибуток венчурних фондів, що реінвестується в інноваційні проекти; інвестиційні компанії малого бізнесу; венчурні фонди; зарубіжні інвестори; страхові компанії; банки.

На другому етапі здійснюється розподіл коштів фонду серед відібраних після експертизи проектів, що істотно знижує ризик

втрати коштів венчурного капіталу.

Є низка умов венчурного фінансування:

- підприємство, в яке вкладаються кошти венчурного фонду, не повинне бути державним, командитним, індивідуальним чи кооперативним. Воно обов'язково має бути акціонерним або в ході інвестування стати акціонерним;
- підприємство має забезпечити зростання капіталу на 30-50 %;
- необхідний ефективний механізм продажу акцій. Венчурні фонди заробляють свої прибутки інакше, ніж, скажімо, банки. Підприємцям вони надають кошти на безвідсотковій основі, а в обмін отримують цінні папери, що підтверджують право на участь у бізнесі і розподілі прибутків. Здебільшого венчурні фонди не купують акції на вторинному ринку, а є фондами прямих інвестицій. Отже, венчурних інвесторів цікавить приріст ціни придбаних цінних паперів.

Головним об'єктом ризикового капіталу є малі венчурні фірми. У колі експертів і представників ділового світу існує думка про високу ефективність науково-дослідних робіт у таких фірмах. Саме малі венчурні фірми дали путівку в життя таким винаходам, як електрографія, вакуумні лампи, кольоровий фотопапір, мікропроцесор, персональний комп'ютер. Статистика показує, що «батьками» понад 60 % великих нововведень XX століття є венчурні фірми.

Венчурне фінансування передбачає застосування різних механізмів фінансування на різних етапах інноваційного процесу. Це дає змогу максимально задовольняти потреби у фінансових коштах, а також ефективно поєднувати інтереси власників капіталу і малого бізнесу.

Отже, сучасні венчурні підприємства – це гнучкі й мобільні структури, що характеризуються надзвичайно високою активністю, зумовленою особистою зацікавленістю працівників фірм та їхніх партнерів з венчурного бізнесу в швидкій комерційній реалізації розробленої ідеї, технології, винаходу з мінімальними витратами.

Адже в малих фірмах невеликий апарат управління, що не тільки знижує накладні витрати, а й дає змогу уникнути бюрократичних зволікань, які знижують ефективність роботи. Зрештою в таких фірмах вища гнучкість виробництва, вони краще бачать тенденції розвитку, більш вміло пристосовуються до попиту споживача. Усе це сприяє прискоренню процесу нововведення.

Досвід високорозвинутих країн показує, що стратегічний альянс підприємств із венчурним капіталом приводить до значних економічних результатів. Отже, венчурні фірми – це серйозне джерело нововведень.

9.6. Управління інноваційними інвестиціями підприємства як інструмент реалізації інноваційної стратегії

Технополіс – це науково-промисловий комплекс, створений для виробництва нової прогресивної продукції або розробки нових науково ємних технологій на базі тісних стосунків з університетами і науково-технічними центрами.

Науково-технологічний парк – це комплекс дослідницьких інститутів, лабораторій, дослідних заводів навколо великих університетів з розвиненою Інфраструктурою (створює умови для розвитку середнього і малого підприємництва).

Бізнес-інкубатори – це система підтримки (дуже) малого бізнесу (інноваційного спрямування) через надання юридичної, фінансової, технічної допомоги на пільгових умовах у становленні підприємства, в т.ч. при вищих закладах освіти.

Інноваційне інвестування на підприємстві – це окремий напрямок діяльності, що здійснюється на основі політики управління, яка розробляється за моделлю (Рис. 9.1).

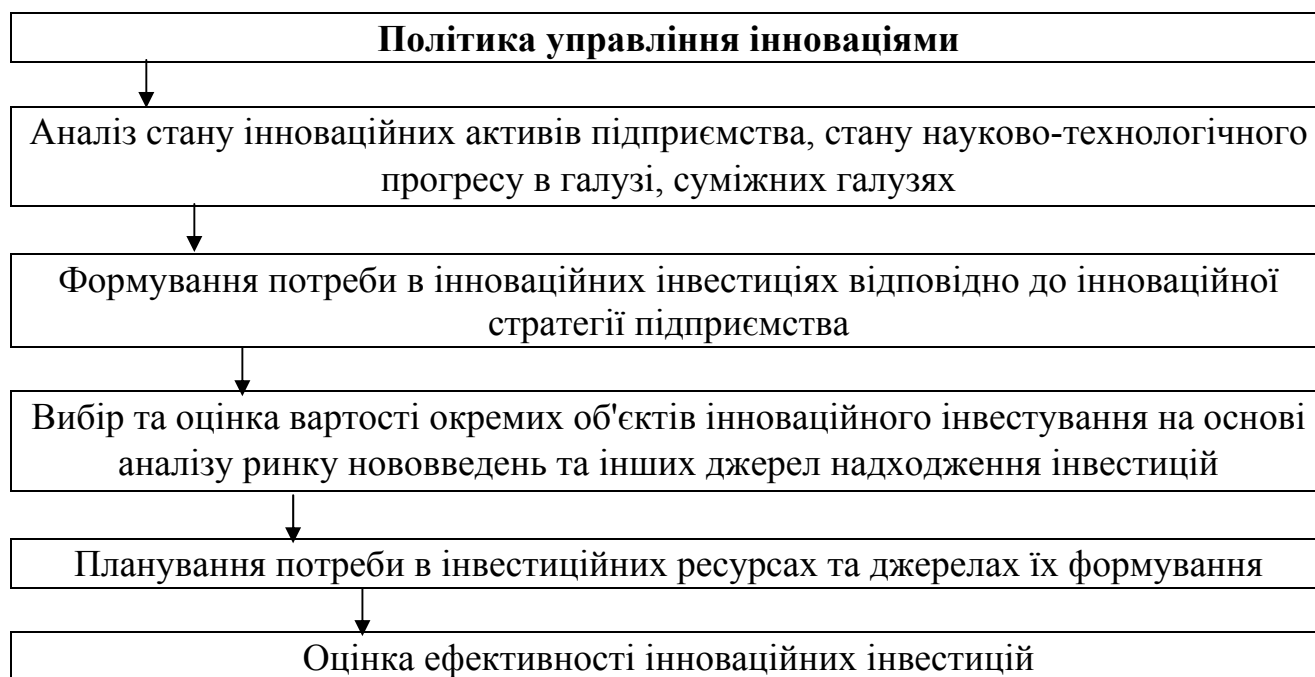


Рис. 9.1. Політика управління інноваціями

9.7. Правила прийняття рішень при інноваційному інвестуванні

Відбір інноваційних проектів для інвестування залежно від їх специфіки, типу галузі та інших факторів здійснюється за різними методиками і критеріями.

При оцінці інновацій розрізняють:

- народногосподарську (інтегральну) ефективність, яка оцінює результати впровадження інновації у її розробників, виробників і споживачів, бюджеті;
- виробничу (операційну), фінансову та інвестиційну ефективність;
- бюджетну ефективність (на всіх рівнях формування бюджету).

Таблиця 9.1

Система показників ефективності інноваційних проектів

Показники	Алгоритм розрахунку	Значення символів
Інтегральний обсяг доданої вартості (чистої продукції), включаючи амортизацію ($ЧП(A)_{i1}$)	$ЧП(A)_{i1} = ЧП(A)_{вир1} + ЧП(A)_{c1} + ЧП(A)_{вик1}$	$ЧП(A)_{вир1}$ – обсяг доданої вартості з амортизацією, створений у сфері виробництва; $ЧП(A)_{c1}$ – обсяг доданої вартості у сфері створення нововведення (з амортизацією); $ЧП(A)_{вик1}$ – обсяг доданої вартості з амортизацією, створений у сфері використання нововведень
Загальний обсяг доданої вартості (чистої продукції) ($ЧП_{i1}$) та його приріст порівняно з аналогом завдяки інновації ($\Delta ЧП(A)_i$)	$\Delta ЧП(A)_i = \Delta ЧП(A)_{вир} + \Delta ЧП(A)_c + \Delta ЧП(A)_{вик}$	$\Delta ЧП(A)_{вир}$, $\Delta ЧП(A)_c$, $\Delta ЧП(A)_{вик}$ – відповідно приріст доданої вартості (чистої продукції) з амортизацією порівняно з аналогами у сфері виробництва, створення і використання нововведення
Загальний дохід та його приріст порівняно з аналогом завдяки інновації (ΔD_i)	$\Delta D_i = \Delta D_{вир1} + \Delta D_{ci} + \Delta D_{вик}$	$\Delta D_{вир}$, ΔD_{ci} , $\Delta D_{вик1}$ – відповідно приріст доходу, отриманий у сфері виробництва, створення і використання нововведення порівняно з аналогами
Загальна рентабельність капіталу та її приріст порівняно з аналогами (ΔP_{ki})	$P_{ki1} = D_{i1} / K_{i1}$; $\Delta P_{ki} = \Delta P_{ki1} - P_{kio}$	D_{i1} – дохід, отриманий від виробництва, створення і використання нововведення; K_{i1} – загальна сума капітальних вкладень, що спрямовані на виробництво, створення і використання нововведень; P_{kio} – рентабельність капіталу у нововведення

		за базовим варіантом
Економічний ефект та його приріст ($\Delta E_{\text{ЧП}(A)_{i1}}$)	$\Delta E_{\text{ЧП}(A)_{i1}} = \Delta E_{\text{ЧП}(A)_{i1}} - \Delta E_{\text{ЧП}(A)_{i0}} = \{ [\text{ЧП}(A)_{i1} - K_{i1} * K_{\text{ануїт}}]_{\text{вир}} + [\text{ЧП}(A)_{i1} - K_i * K_{\text{ан}}]_{\text{с}} + [\text{ЧП}(A)_{i1} - K_{i1} * K_{\text{ан}}]_{\text{вик}} - [\text{ЧП}(A)_{i0} - K_{i0} * K_{\text{ан}}]_{\text{вир}} + [\text{ЧП}(A)_{i0} - K_{i0} * K_{\text{ан}}]_{\text{с}} + [\text{ЧП}(A)_{i0} - K_{i0} * K_{\text{ан}}]_{\text{вик}}$	$\Delta E_{\text{ЧП}(A)_{i1}}$, $\Delta E_{\text{ЧП}(A)_{i0}}$ – економічний ефект по інновації та аналогу, що порівнюються, які отримані в корисному терміні її використання; K_i , K_{i1} , K_{i1} , K_{i0} , K_{i0} , K_{i0} – обсяги капітальних вкладень у сфері виробництва, створення використання, що приведені до певного періоду; $K_{\text{ан}}$ – коефіцієнт ануїтету, який визначається при приведенні розрахункового періоду обсягу капітальних вкладень за обґрунтованим дисконтним множником, визначення середнього розміру погашення капітальних вкладень та визначення по таблиці за заданими нормою прибутку і строку корисного використання значення коефіцієнта ануїтету
Термін окупності капітальних вкладень у нововведення (C_{i1})	$C_{i1} = (K_{i1\text{вир}} + K_{i1\text{с}} + K_{i1\text{вик}}) : (D_{\text{вир}1} / C_{\text{вир}i} + D_{\text{с}i} / C_{\text{с}i} + D_{\text{викл}} / C_{\text{викл}})$	$C_{\text{вир}i}$, $C_{\text{с}i}$, $З_{\text{викл}i}$ – строки корисного використання, відповідно, у сфері виробництва, створення й використання інновацій
Загальна сума податків, що надійшла до бюджету порівняно з аналогом ($\Delta \Pi_i$)	$\Delta \Pi_i = \Pi_{i1} - \Pi_{i0}$	Π_{i1} , Π_{i0} – загальна сума податків, що надійшла від виробників, розробників і користувачів інновації по оцінюваному та аналоговому проекту
Додана вартість (чиста продукція), включаючи амортизацію ($\text{ЧП}(A)_i$)	$\text{ЧП}(A)_i = \text{ОП}_i - M_{i1}$	ОП_i – обсяг продукції, що вироблена на основі нововведення за рік; M_1 – матеріальні витрати на виробництво цієї продукції
Приріст доходу за рахунок реалізації нововведення (ΔD) за рік	$\Delta D = D_1 - D_0$	D_1 , D_0 – дохід від реалізації нововведення та його аналога за рік

Економія від зниження собівартості продукції, отримана за рахунок виробництва, створення й використання нововведення (E_c)	$E_c = \text{ОП}_1 / \text{ОП}_0 * C_{\text{но}} - C_{\text{н1}} = C_{\text{нро}} - C_{\text{н1}}$	$C_{\text{н1}}, C_{\text{н0}}$ – нормативна собівартість продукції, вироблена, відповідно, з використанням нововведення та його аналога; $C_{\text{нро}}$ – собівартість продукції, що визначена на обсяг виробництва з нововведенням, але по нормах, встановлених до його впровадження
Приріст чистого доходу, створений за рахунок реалізації нововведення ($\Delta D_{\text{ч}}$)	$\Delta D_{\text{ч}} = D_{\text{ч1}} - D_{\text{ч0}}$	$D_{\text{ч}}, D_{\text{ч0}}$ – чистий дохід, отриманий від реалізації, відповідно нововведення та його аналога
Приріст рибутку, отриманого за рахунок реалізації нововведення ($\Delta \Pi$)	$\Delta \Pi = \Pi_1 - \Pi_0$	Π_1, Π_0 – прибуток отриманий, відповідно, за рахунок уведення нововведення та його аналога
Доля чистого доходу від нововведення в загальному обсязі чистого доходу, що отриманий підприємством у періоді виробництва, створення й використання нововведення ($D_{\text{ч1зач}}$)	$D_{\text{ч1зач}} = D_{\text{ч1}} / D_{\text{чзач}}$	$D_{\text{ч1}}, D_{\text{чзач}}$ – чистий дохід, підприємства, отриманий, відповідно, від нововведення і в цілому по фінансово-господарській діяльності в періоді використання нововведення
Приріст рентабельності продукції через нововведення за увесь період його використання ($\Delta R_{\text{пч}}$)	$\Delta R_{\text{пч}} = \frac{Ч_{\text{п1}}}{РП_1} * \frac{100 - Ч_{\text{п0}}}{РП_0} * 100$	$Ч_{\text{п1}}$ і $Ч_{\text{п0}}$ – обсяг чистого прибутку, отриманий за період використання нововведення та його аналога відповідно; $РП_1$ і $РП_0$ – обсяг реалізації продукції, отриманий за період використання нововведення та його аналога відповідно
Економічний ефект від нововведення ($E_{\text{чП(А)}}$)	$E_{\text{чП(А)}} = [Ч_{\text{П(А)}} - K_{\text{ні}} * K_{\text{ан}}]$	$Ч_{\text{П(А)}}$ – загальний обсяг чистої продукції, включаючи амортизацію, отриманий у сфері виробництва,

		створення й використання нововведення; K_n – загальний обсяг капітальних вкладень у нововведення, який приведений до розрахункового року; $K_{ан}$ – коефіцієнт ануїтету для відповідного періоду
Термін окупності капітальних вкладень (C_{n1})	$C_{n1} = K_{n1} / (D_{чп1} / C_n)$	C_n - термін корисного використання нововведення в сфері його виробництва
Рентабельність капітальних вкладень ($P_{кп1}$)	$P_{кп1} = D_{чп1} / K_{п1} * 100$	
Інтегральний (загальний) бюджетний ефект за увесь період корисного використання нововведення (E_6)	$E_6 = D_{6i} - Z_{6i}$	D_{6i} – річна сума доходів від реалізації нововведення, яка надійшла до бюджету за період корисного його використання; Z_{6i} – річна сума всіх витрат бюджету на нововведення в періоді виробництва. створення й використання нововведення
Ступінь фінансової участі держави (регіону) у фінансуванні і реалізації нововведення (D_{i6})	$D_{i6} = Z_{i6} / K$	Z_{i6} - загальна сума бюджетних витрат на фінансування нововведення протягом терміну його корисного використання; K - загальна сума капітальних вкладень (одноразових витрат) у реалізацію нововведення

9.8. Особливості фінансування інноваційних інвестицій підприємства

Найбільш розповсюджені форми венчурного підприємства:

«Незалежні (чисті) венчури» – у вигляді акціонерних товариств (фінансування за рахунок приватних та інституціональних інвесторів).

Впроваджувальні фірми («зовнішні венчури») створюються на пайовій основі промисловими **корпораціями** (науково-дослідницькі консорціуми).

Венчурні фірми, що фінансуються інвестиційними фондами, компаніями, трастами – вся гамма джерел від корпорацій до інститутів банківської системи.

Внутрішні венчурні відділи великих корпорацій – науково-дослідні центри при промислових корпораціях (бюро або НДО) на

основі матрично побудованої організаційної структури.

Венчурне інвестування – у формі участі в статутному фонді підприємства, інвестиційного кредиту (на 3-5 років), вартістю за світовою практикою LIBOR. $\pm 2/4\%$.

Методи фінансування інновацій комерційними банками

1. Через пряме фінансування, створення і впровадження прогресивних науково-технічних нововведень, внаслідок чого банк стає на певний термін співвласником кінцевого результату і повертає свої кошти у вигляді частини прибутку від експлуатації нововведення.

2. Через придбання авторських прав на нововведення. Тиражуючи нововведення, банк повертає втрачені фінансові ресурси у вигляді частини прибутку від експлуатації нововведення іншими користувачами.

3. Через лізингові операції – впровадження нововведення, придбаного банком, на умовах оренди.

4. Через факторингові операції – банк оплачує рахунки і заборгованість підприємства, акредитує його технічне переозброєння та розвиток на базі портфеля інновацій на умовах повернення коштів банку у встановлений термін.

5. Через конкурсне фінансування – при прямій участі банку формуються відповідні документи щодо фінансування нововведення.

6. Через кредитування різних стадій інноваційного процесу «дослідження-виробництво» – під гарантію позичальника або іншого підприємства (організації), чи під укладені угоди на придбання продукції з проекту нововведення (на платній основі).

7. Через кредитування заходів з підвищення технічного рівня розвитку підприємств.

8. Через фінансування досліджень банк компенсує витрати шляхом продажу (впровадження) результатів, або у вигляді відрахувань від додаткового прибутку, що створений інновацією.

9. Через фінансування експертиз нововведення – банк за свій рахунок здійснює комплексну експертизу інновації.

10. Через надання послуг – інформаційних, розрахункових, посередницьких, консультативних, науково-технічних і т.д. на основі спеціального договору між банком та клієнтами.

11. Через організацію спільних виробництв по нових видах продукції.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що таке інновація, які її види розрізняють?
2. Що таке інноваційна діяльність?
3. Що являє собою інноваційний процес?
4. Що може бути об'єктом інноваційної діяльності?
5. Чим відрізняється технополіс, науково-технологічний парк та бізнес-інкубатор?
6. У чому полягає політика управління інноваціями?
7. Які показники оцінюють ефективність інноваційних проектів?
8. Які найбільш розповсюджені форми венчурних підприємств?
9. Які є методи фінансування інновацій комерційними банками?

ТЕМА 10. Управління фінансовими інвестиціями підприємства

План

1. Характеристика основних форм фінансових інвестицій підприємства, основні цілі та умови здійснення
2. Методичні засади управління фінансовими інвестиціями підприємства. Управління портфелем фінансових інвестицій
3. Принципи і методи оцінки інвестиційної привабливості фінансових інструментів

10.1. Характеристика основних форм фінансових інвестицій підприємства, основні цілі та умови здійснення

Фінансові інвестиції підприємства – активна форма ефективного використання тимчасово вільного капіталу, або як інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних з диверсифікацією операційної діяльності підприємства.



Рис. 10.1. **Форми фінансових інвестицій підприємств**

Фінансові інструменти інвестування – це фінансові документи, що мають грошову вартість, за допомогою яких здійснюються інвестиційні операції підприємства на інвестиційному ринку.

Фінансові інструменти на інвестиційному ринку обслуговують операції в різних його сегментах і видах і класифікуються наступним чином (рис. 10.2).

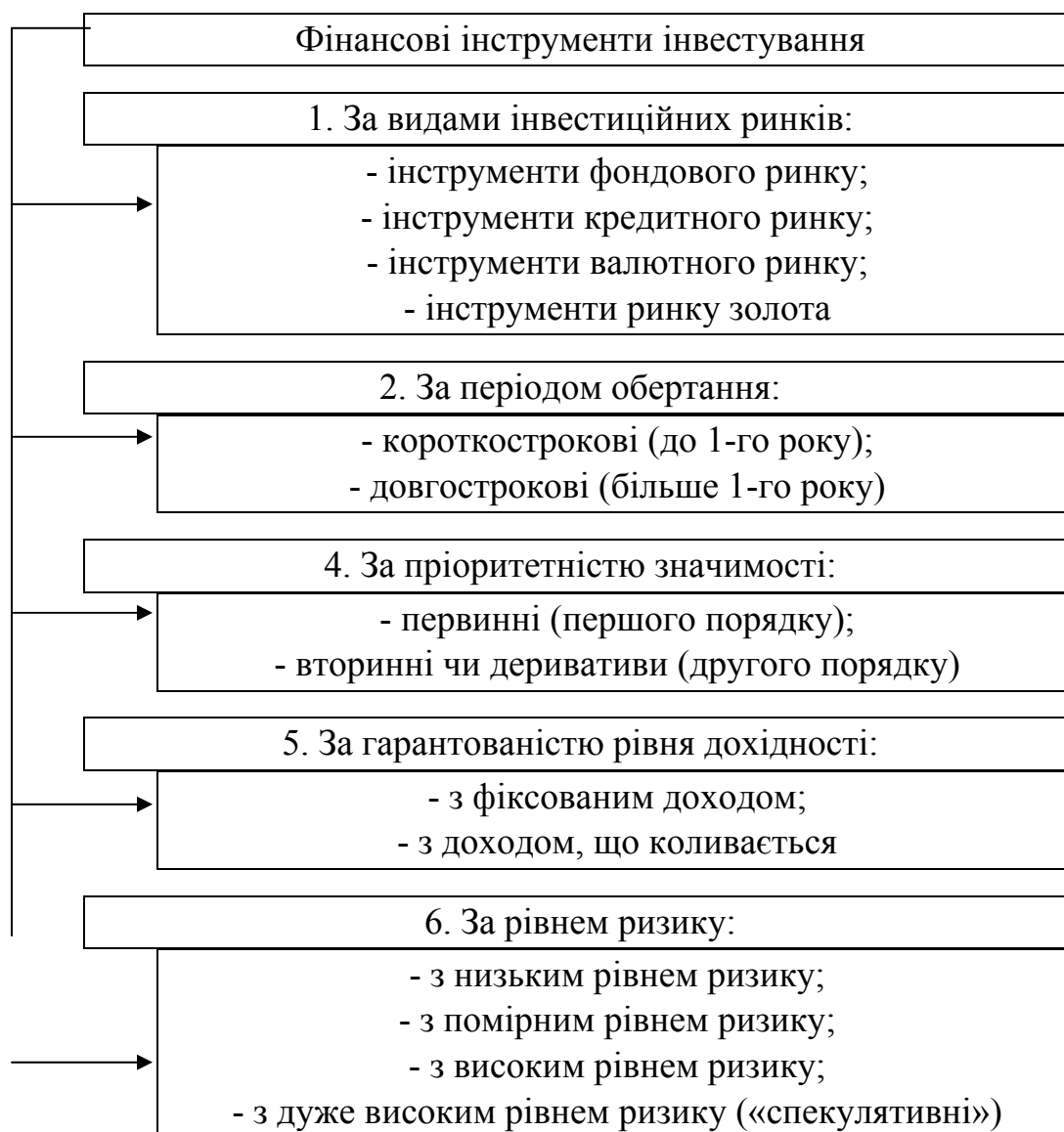


Рис. 10.2. Класифікація фінансових інструментів інвестування

Вкладення капіталу в дохідні види фондових інструментів – це інвестиційна операція, що передбачає придбання підприємством у власність різних видів цінних паперів, що вільно обертаються на фондовому ринку, з метою отримання інвестиційного доходу у різних його формах.

Головною метою цієї форми інвестицій є генерування інвестиційного прибутку, але вона може бути використана також і для встановлення фінансового впливу при вирішенні стратегічних завдань.

Цінні папери – це документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала),

і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам.

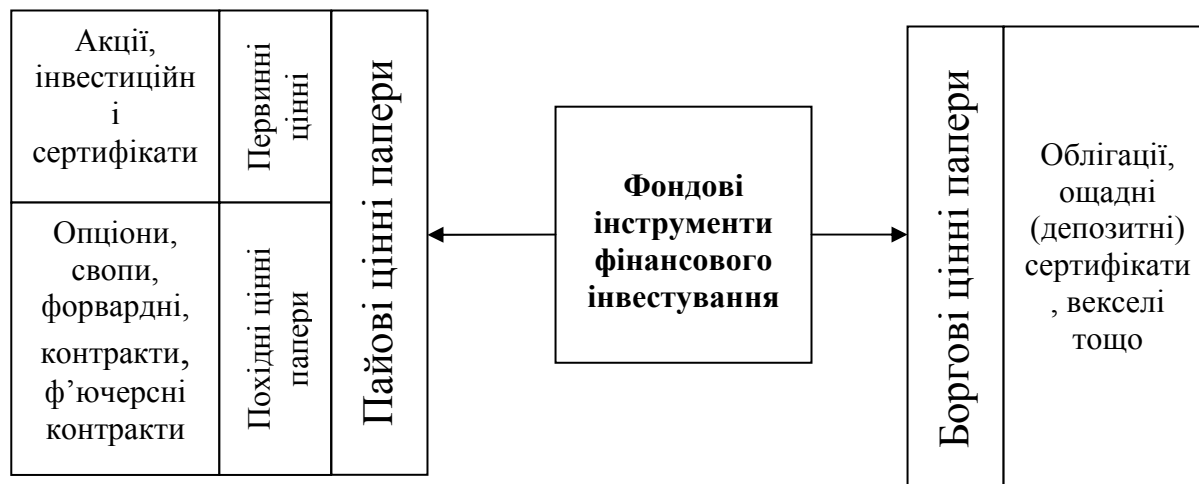


Рис. 10.3. **Фондові інструменти фінансового інвестування**

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 480-IV від 23.02.2006 р. в Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів:

1) пайові цінні папери – цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів), надають власнику право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента. До пайових цінних паперів відносяться акції та інвестиційні сертифікати.

Інвестиції цієї групи характеризуються тим, що вони: засвідчують право власності підприємства на частку у статутному капіталі емітента корпоративних прав; мають необмежений термін обігу; утримуються власником з метою отримання доходу за рахунок дивідендів або придбані з метою перепродажу чи отримання доходу за рахунок зростання їх ринкової вартості.

2) боргові цінні папери – цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання. До боргових цінних паперів відносяться: облігації підприємств; державні облігації України; облігації місцевих позик; казначейські зобов'язання України; ощадні (депозитні) сертифікати; векселі.

Ці інструменти не надають права власності, тобто, емітент несе

зобов'язання повернути інвестовані в його діяльність кошти у визначений термін, але вони також не надають їх власникам право на участь в управлінні справами емітента. До цієї групи належать інвестиції, які: мають боргову природу; утримуються власником до їх погашення з метою отримання доходу у вигляді процентів або придбані з метою перепродажу й отримання доходу за рахунок зростання ринкової вартості інвестицій; мають установлений термін обігу.

3) іпотечні цінні папери – цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів. До іпотечних цінних паперів відносяться: іпотечні облігації, іпотечні сертифікати; заставні, сертифікати фондів операцій з нерухомістю(сертифікати ФОН).

4) приватизаційні цінні папери – цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду.

5) товаророзпорядчі цінні папери – цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах. До таких документів належать коносаменти, складські розписки, штурманські розписки та ін.

6) похідні цінні папери – цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

Механізм обігу похідних цінних паперів пов'язаний із пайовими, борговими цінними паперами, іншими фінансовими інструментами чи правами щодо них. Тобто, це стандартні документи, що засвідчують право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених умовах у майбутньому. Цю групу формують деривативи, а саме: форвардні (ф'ючерсні) контракти, опціони, варанти.

Охарактеризуємо **основні види інвестиційних цінних паперів**.

Акція – це іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені

Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Емітентом акцій є тільки акціонерне товариство, яке їх розміщує. Згідно з законодавством України емітент має право розміщувати лише іменні акції.

Акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. Мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою, ніж одна копійка.

Випуск акцій здійснюється в таких випадках:

- при акціонуванні, заснуванні акціонерного товариства для формування статутного капіталу з метою формування початкового капіталу при розширенні господарської діяльності;
- при залученні додаткових фінансових ресурсів у процесі господарської діяльності з метою додаткової мобілізації капіталу для збільшення статутного фонду;
- при реорганізації компанії в акціонерне товариство чи для обміну з метою злиття з іншою компанією.

Акції класифікуються за такими ознаками: за особливостями реєстрації та обігу (іменні, на пред'явника), за характером зобов'язань емітента (прості, привілейовані) та інші види.

За умовами реєстрації та обігу акції поділяють на іменні та на пред'явника.

Іменна акція являє собою цінний папір, на бланку якого зазначається ім'я його власника. При випуску таких акцій емітент повинен завести книгу реєстрації іменних акцій, в яку заносяться відомості про їх власників.

Іменні акції можуть бути як сертифікаційними, так й електронними цінними паперами. При зміні власності на такі акції емітент може вилучити акцію, в якій вказане ім'я попереднього інвестора, і видати нову, вказавши в ній ім'я останнього (при електронній формі змінюється запис про зміну власника і видається передавальне доручення та ін.). Однак емітент може зробити інакше: на звороті бланку акції він може вказати ім'я нового власника і дату здійснення передачі, завірені підписом уповноваженої особи та печаткою емітента. У будь-якому разі перехід такої акції до іншого власника фіксується в реєстрі акціонерів.

Акція на пред'явника може випускатися як в паперовій, так і в безпаперовій формі. Коли вона випускається в паперовій формі, то на її бланку ім'я власника не вказується. Якщо ж вона випускається у

вигляді електронного запису, то у файлі електронного депозитарію напроти прізвища власника просто зазначається кількість акцій. Такі акції вільно обертаються на ринку

За характером обігу акції можуть бути такими, що обертатися на ринку вільно або такими, щодо яких передбачатимуться певні обмеження в їх обігу. Як правило, акції відкритого випуску в майбутньому знаходяться у вільному обігу. Акції закритих випусків у подальшому можуть знаходитися в обмеженому обігу чи взагалі бути поза обігом.

Вільний обіг означає, що акції емітента можуть переходити із власності одних інвесторів у власність інших і за ними може укладатися значна кількість угод. Жодних обмежень щодо їх обігу умовами випуску не встановлюється.

Обмежений обіг означає, що акціонери можуть відчужувати акції, що є в них у наявності, третім особам, тобто за межі кола акціонерів даного емітента, при дотриманні певних умов. Такими умовами можуть бути, скажімо, встановлення заборони акціонерам відчужувати акції, що є в них у наявності, протягом певного періоду; припустимість відчуження акціонером акцій після отримання згоди на це емітента та деякі інші.

Поза обігом акції знаходяться у тих випадках, коли акціонери не можуть відчужувати акції, що є у них, третім особам, тобто за межі кола акціонерів, однак можуть їх відчужувати один одному або емітенту. В останньому випадку емітент також не має права продавати викуплені акції третім особам, але має змогу продавати їх своїм акціонерам.

Подібно до характеру обігу акції поділяються **залежно від умов розповсюдження** на акції відкритого, закритого та цільового (закритого) випуску.

Акції відкритого випуску призначені для вільного обігу. Акції, випуск яких призначено для розповсюдження серед засновників акціонерного товариства (АТ) є **акціями закритого випуску**. Засновники мають право продати свої акції іншим засновникам або третім особам з дозволу АТ тільки у випадку виходу зі складу акціонерів АТ. Якщо емісією акцій передбачено їх розповсюдження серед певних осіб як фізичних так і юридичних, з якими існує попередня домовленість та які зобов'язалися виконати умови обігу цих акцій, акції відносять до **акцій цільового випуску**. Як правило, ці покупці не є засновниками АТ.

За рівнем прибутковості та фінансового ризику від операцій з акціями у країнах з високорозвиненим ринком цінних паперів акції поділяють на такі види: акції з «блакитними корінцями», дохідні акції, акції зростання, циклічні, захищені та спекулятивні акції.

Акції з «блакитними корінцями» (blue chip stocks) випускають найбільш потужні та солідні компанії, або лідери галузі, які всю свою історію існування стабільно сплачували дивіденди акціонерам. У США, зокрема, це General Electric Co., General Motors, Walt Disney Co., McDonald's Corp. тощо). За такими акціями рівень та умови виплати дивідендів стабільні, а інвестиції в цей вид цінних паперів безпечні та привабливі для консервативних інвесторів, оскільки вкладення заощаджень в ці акції є малоризиковими. Першокласні акції популярні серед більшості інвесторів, у результаті чого їхні курси часто високі, особливо коли ринок нестабільний та інвестори занепокоєні надійністю своїх інвестицій.

Дохідні акції (income stocks) емітуються компаніями, продукція яких завжди користується попитом, оскільки задовольняє життєві потреби населення. Це, зокрема, акції телефонних корпорацій, комунальних підприємств. Дивіденди за такими акціями перевищують середній рівень, а їх вартість постійно зростає. Така ситуація пояснюється тим, що такі корпорації потрібні завжди, працюють стабільно та мають добре прогнозовані джерела доходів. Інвестори купують ці акції, бо впевнені, що їхня вартість з часом буде тільки зростати.

Акції зростання, зростаючі акції (growth stocks) емітують високоприбуткові компанії, які намагаються проводити НДДКР, вкладати кошти у розвиток виробництва та розширення ринків збуту. Корпорації, які емітують такі акції мають доходи та прибуток вище середнього рівня, однак сплата за дивідендами частіше не перевищує 35 %. Така ситуація пояснюється переважним прагненням корпорацій фінансувати наукові та інші дослідження, розширення масштабів виробництва та можливостей збуту. Тому, вони дають низькі поточні дивіденди, оскільки більша частка прибутку спрямовується на інвестиції. Незважаючи на низькі поточні дивіденди, багато хто з інвесторів віддає перевагу саме цьому виду акцій, очікуючи великих прибутків у майбутньому та сподіваються на майбутнє зростання капіталу, вартості їх акцій та дивідендів.

Циклічні акції (cyclical stocks) характеризується особливою чутливістю до стадій відтворювального циклу чи пов'язані із

сезонним характером виробництва або збуту підприємства. Ціна їх зростає і знижується синхронно зі спадами та підйомами в економіці. А отже, дивіденди, як і вартість цих акцій, коливаються залежно до циклу ділової активності емітента. В основному це акції базових галузей економіки – важкої промисловості (зокрема металургії), автомобілебудування, целюлозно-паперової та ін. Такі акції купуються, коли мова йде про розширення виробництва, і продаються до початку спаду. Тобто, інвесторів приваблює у цих акціях можливість отримання доходу за рахунок купівлі акцій у період спаду з наступним продажем у період зростання.

Захищені або антициклічні акції (defensive or countercyclical stocks) випускають компанії, що є відносно стійкими до коливань ринкової кон'юнктури, тобто ціна на них залишається відносно стабільною навіть при спаді в економіці в цілому. Емітенти таких акцій не змінюють своєї дивідендної політики залежно від циклів економічного розвитку і тому ці акції приносять стабільні дивіденди, а їх вартість зростає. Багато акцій цього виду одночасно визначають як доходні акції.

Спекулятивні або дріб'язкові акції (speculative or penny stocks) – це акції молодих компаній, що нещодавно виникли, або компаній, які не можуть представити курс своїх цінних паперів за останні 5-6 років. Такі акції зазвичай не потрапляють на біржовий ринок або перебувають в обігу на так званих «спекулятивних» біржах. Вони коштують набагато менше, ніж акції добре відомих корпорацій, однак, купуючи їх інвестор значно ризикує.

Залежно від особливостей виконання емітентом своїх зобов'язань по відношенню до держателя та реалізацією майнових та немайнових прав останнім акції поділяються на прості та привілейовані.

Прості акції, які частіше ще називають звичайними або «безголосими» свідчать про дольову участь їх держателя у капіталі АТ. Власник таких акцій, як правило, має один голос на загальних зборах акціонерів та право отримувати дивіденди. Кожна звичайна акція засвідчує право дольової власності. Разом з придбанням акцій цього виду держатель отримує право власності на певну частку чистої вартості акціонерного товариства. Зазвичай існує два джерела доходу на звичайну акцію – дивіденди, які змінюються з часом та приріст капіталу (курсовий дохід). Прості акції не гарантують їх власникам дивідендів, оскільки останні сплачуються, виходячи з розміру

прибутку, який залишився після сплати податків та інших обов'язкових платежів, а також дивідендів на привілейовані акції. При ліквідації емітента власник простої акції отримує пропорційну частину майна емітента в останню чергу, тобто після розрахунку емітента з державою, кредиторами, трудовим колективом і власниками привілейованих акцій. Держателі простих акцій мають такі права та переваги: право отримувати будь-які дивіденди, що виплачуються компанією на звичайні акції; можливість нагромадження капіталу; порівняно сприятливе оподаткування; можливість легко збільшити, зменшити чи продати портфель звичайних акцій; право голосу; право вибирати директорів і затверджувати фінансові та аудиторські звіти та інші документи; право отримувати копії річних та квартальних звітів і т. п.; право «допитувати» менеджерів на зборах акціонерів; обмежену відповідальність.

Привілейовані акції як і звичайні являють собою титул власності держателя. Привілейовані акції називаються так тому, що їх власник має певні привілеї в порівнянні з власником звичайних акцій того самого емітента. Сутність привілею, як правило, закріплюється у статутних документах емітента. Найчастіше привілей полягає в тому, що власник привілейованої акції отримує фіксований дивіденд та може отримувати курсовий дохід (приріст капіталу). Такі акції на відміну від звичайних дають їх власникам першочергове право на отримання фіксованих дивідендів незалежно від результатів господарської діяльності емітента. Тобто, дивіденди за привілейованими акціями виплачуються до виплати дивідендів за звичайними акціями і незалежно від того, чи отримав емітент прибуток в даному році. Це означає виплату дивідендів навіть тоді, коли на прості акції вони не виплачуються. Крім того держатель привілейованих акцій має право на пріоритетну участь при розподілі майна акціонерного товариства у випадку ліквідації.

У багатьох випадках надання емітентом привілеїв супроводжується втратою власником привілейованої акції ряду прав: права на участь в управлінні справами емітента, права на голосування (але не в усіх випадках), права на висування кандидатур та деяких інших.

Частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 відсотків.

Існують такі **види цін на акції**: номінальна, емісійна, ринкова та

балансова.

Номинальна ціна акції – це ціна, яка вказується на бланку акції, вартість однієї частки, на яку розподілений увесь статутний фонд акціонерного товариства.

Під **емісійною ціною акції** мається на увазі ціна, за якою акції продаються емітентом безпосередньо чи через посередників при їх випуску. Коли емітент продає акції, що випускаються безпосередньо, він може це робити за ціною, рівною номінальній. Коли ж він користується послугами посередників, то, як правило, акції продаються за ціною вище номінальної. За рахунок різниці сплачуються послуги посередників.

Ринкова ціна акції – це ціна акції певного емітента на кожен момент ринкової взаємодії. Вона встановлюється внаслідок укладення угод за даними акціями та коливається в залежності від попиту і пропозиції на них в конкретному місці в конкретний час. На основі визначення ринкової ціни говорять про курс акцій, тобто ціну, визначену тим, скільки за неї готові сплатити у певний момент часу. Зазвичай курсову ціну (курс акцій, курсова вартість) на практиці визначають як поточну ринкову вартість акції, яка й відображає дію різних факторів на формування привабливості акції для потенційного покупця у певний момент часу.

Фінансовий стан компанії є досить важливим, але не єдиним фактором, який впливає на вартість акцій. Оскільки акції не відносяться до предметів першої необхідності, вони будуть купуватися інвестором через те, що вони можуть коштувати щось більше у майбутньому. Купуючи чи продаючи акції інвестор буде керуватися іншими міркуваннями порівняно з придбанням інших товарів. Перш за все, це такі фактори, як очікування та можливості, надії й загрози, події поточного періоду безпосередньо впливатимуть на поведінку інвестора та ринкових дилерів, які реагуючи на них, прийматимуть рішення щодо придбання чи продажу акцій. По-друге, завжди є люди, які з різних причин мають потребу у додаткових готівкових коштах та починають продавати акції на будь-якій стадії руху ринку, незалежно від інших міркувань.

Балансова ціна акції представляє собою ціну, що встановлюється за балансовими документами емітента. Умовно її визначають як вартість однієї частки майна емітента, що припадає на одну акцію, коли б емітент підлягав ліквідації в даний момент. Як показник балансова вартість акції характеризує розмір акціонерного

капіталу підприємства, що припадає на одну акцію, тобто її забезпеченість власними реальними активами за балансом.

Розрахувати балансову ціну акції на певну дату t можна за формулою:

$$BB_a^t = \frac{AK^t + RK^t}{3K_a^t} = \frac{p.300, \phi.1 + p.340, \phi.1}{p.300, \phi.2}, \quad (10.1)$$

де BB_a^t – балансова ціна акції на дату t ; AK^t – вартість акціонерного капіталу на дату t ; RK^t – сума резервного капіталу на дату t ; $3K_a^t$ – загальна кількість акцій підприємства на дату t ; $p. 300, \phi. 2$ – рядок 300 «Звіту про фінансові результати» емітента за відповідний період; $p. 300, \phi. 1$ – рядок 300 «Балансу» емітента за відповідний період; $p. 340, \phi. 1$ – рядок 340 «Балансу» емітента за відповідний період.

Таким чином, говорячи про ціну на певні акції, необхідно уточнити, про який саме її вид йде мова.

Інвестиційний сертифікат – цінний папір, який розміщується інвестиційним фондом, інвестиційною компанією, компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та посвідчує право власності інвестора на частку в інвестиційному фонді, взаємному фонді інвестиційної компанії та пайовому інвестиційному фонді.

Інвестиційні сертифікати випускаються з метою мобілізації грошових коштів, що в подальшому будуть вкладатися в різноманітні цінні папери. Інститути спільного інвестування (ІСІ) не мають права вкладати всі мобілізовані засоби в один будь-який цінний папір; їх інвестиції повинні бути портфельними. Дохід від вкладів, за вирахуванням витрат на адміністративне управління діяльністю ІСІ, повністю підлягає виплаті власникам інвестиційних сертифікатів.

Інвестиційні сертифікати можуть надавати його власнику право на отримання доходу у вигляді дивідендів. Дивіденди за інвестиційними сертифікатами відкритого та інтервального пайового інвестиційних фондів не нараховуються і не сплачуються.

Номінальна вартість одного інвестиційного сертифіката повинна дорівнювати номінальній вартості однієї акції, що належить засновникам, але не може бути меншою ніж 10 коп.

Цінні папери ІСІ закритого та інтервального типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів. Обіг цінних паперів ІСІ відкритого типу обмежується. Відчуження інвесторами цінних паперів ІСІ відкритого типу може здійснюватися лише шляхом їх викупу

компанією з управління активами. Відчуження цінних паперів ІСІ відкритого типу третім особам не дозволяється, крім випадків правонаступництва, успадкування та дарування.

Облігація – це цінний папір, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений умовами розміщення облігацій строк та виплатити доход за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення. Облігації всіх видів розповсюджуються серед підприємств і громадян на добровільні засадах.

Окрім основної частини, до облігації може додаватися купонний лист на виплату процентів. Зазвичай, купон (купонний лист) додається до сертифіката відсоткової облігації на пред'явника. У купоні (купонному листі) зазначаються серія та номер сертифіката облігації, за якою виплачуються відсотки, найменування і місцезнаходження емітента, строки виплати відсотків. На кожному купоні (купонному листі) зазначається його порядковий номер.

Мінімальна номінальна вартість облігації не може бути меншою, ніж одна копійка.

Емітент, у порядку, встановленому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, може розміщувати відсоткові, цільові та дисконтні облігації.

Відсоткові облігації – це облігації, за якими передбачається виплата відсоткових доходів.

Цільові облігації – облігації, виконання зобов'язань за якими дозволяється товарами та/або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облігацій.

Дисконтні облігації – облігації, що розміщуються за ціною, нижчою ніж їх номінальна вартість. Різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облігації виплачується власнику облігації під час її погашення і становить доход (дисконт) за облігацією. Емітент може розміщувати іменні облігації та облігації на пред'явника.

Відповідно до чинного законодавства в Україні випускаються облігації таких видів: облігації підприємств, облігації місцевих позик, державні облігації України.

Облігації підприємств випускаються підприємствами всіх передбачених законом форм власності, об'єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами і не дають їх власникам права

на участь в управлінні.

Юридична особа має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Облігації є ефективним джерелом фінансування підприємства, що характеризується такими особливостями: різноманітні терміни випуску - від кількох місяців до трьох-п'яти років у перспективі; вартість залучення коштів з використанням облігацій є, як правило, нижчою, ніж ставки за кредитами банків; підприємство, розміщуючи облігації, формує позитивний імідж позичальника серед широкого кола потенційних інвесторів; випуск облігацій може не вимагати забезпечення.

Звичайно рівень прибутковості облігацій підприємств є конкурентним порівняно з депозитними ставками у надійних банках.

До основних причин, які перешкоджають збільшенню кількості інвесторів на ринку облігацій підприємств, слід віднести відносно низьку інформованість про цей ринок, відсутність загальновизнаних рейтингів емітентів, невеликі обсяги емісії, що викуповуються певним колом інвесторів.

До *облігацій місцевих позик* належать облігації внутрішніх та зовнішніх місцевих позик.

Рішення про розміщення облігацій місцевих позик приймає Верховна Рада Автономної Республіки Крим або міська рада відповідно до вимог, установлених бюджетним законодавством. Реєстрацію випуску облігацій місцевих позик здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку.

Державні облігації України поділяються на облігації внутрішніх державних позик України, облігації зовнішніх державних позик України та цільові облігації внутрішніх державних позик України.

Облігації внутрішніх державних позик України – державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Облігації зовнішніх державних позик України – державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих

облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України – облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

Емісія державних облігацій України є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Казначейське зобов'язання України – державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України.

На відміну від державних облігацій, залучені кошти за якими забезпечують реалізацію цільових програм, кошти, отримані від реалізації казначейських зобов'язань держави, спрямовуються на покриття поточних видатків державного бюджету.

Ощадний (депозитний) сертифікат – цінний папір, який підтверджує суму вкладу, внесеного у банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

Вексель – цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю).

До похідних цінних паперів (деривативів) належать:

Форвардний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін такого продажу під час укладення такого форвардного контракту.

При цьому будь-яка сторона форвардного контракту має право відмовитися від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони контракту або у випадках, визначених цивільним законодавством. Продавець форвардного контракту не може передати

(продати)зобов'язання за цим контрактом іншим особам без згоди покупця форвардного контракту.

Покупець форвардного контракту має право без погодження з іншою стороною контракту в будь-який момент до закінчення строку дії (ліквідації) форвардного контракту продати такий контракт будь-якій іншій особі, включаючи продавця такого форвардного контракту.

Ф'ючерсний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту.

При цьому будь-яка сторона ф'ючерсного контракту має право відмовитися від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони контракту або у випадках, визначених цивільним законодавством.

Покупець ф'ючерсного контракту має право продати такий контракт протягом строку його дії іншим особам без погодження умов такого продажу з продавцем контракту.

Опціон – стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) цінні папери (товари, кошти) на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на час укладення такого опціону або на час такого придбання за рішенням сторін контракту.

Перший продавець опціону (емітент) несе безумовне та безвідкличне зобов'язання щодо продажу цінних паперів (товарів, коштів) на умовах укладеного опціонного контракту.

Будь-який покупець опціону має право відмовитися у будь-який момент від придбання таких цінних паперів (товарів, коштів). Претензії стосовно неналежного виконання або невиконання зобов'язань опціонного контракту можуть пред'являтися виключно емітенту опціону. Опціон може бути проданий без обмежень іншим особам протягом строку його дії.

Існують два *різновиди опціонів*: «американський», який можна реалізовувати протягом усього терміну контракту, і «європейський», що реалізовується на певну дату. Проте в обох випадках головною особливістю є те, що його власник одержує право купити чи продати активи за попередньо погодженими умовами, а продавець контракту бере на себе зобов'язання щодо його виконання.

Різновидом опціонів є варанти. *Варанти* є специфічним видом цінних паперів, які випускаються разом із привілейованими акціями та облігаціями і дають власнику право на купівлю простих акцій за

обумовленою ціною упродовж встановленого періоду (декілька років). Цей інструмент дозволяє акціонерному товариству знизити процент регулярних виплат за облігаціями чи привілейованими акціями, бо надає можливість інвесторам одержувати прибуток на різниці курсів продажу акцій у випадку їх зростання порівняно з обумовленою у варанті вартістю. Варанти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами і тільки в документарній формі. Термін дії варанту не повинен перевищувати одного року, а обсяг базового активу емітента варантів – 50 % обсягу акцій. Не дозволяється випуск варантів для покриття збитків.

Відповідно до виду цінностей деривативи розподіляються на: а) *фондовий* дериватив (стандартний документ, який засвідчує право продати або купити цінний папір на обумовлених умовах у майбутньому); б) *валютний* дериватив (стандартний документ, який засвідчує право продати або купити валюту на обумовлених умовах у майбутньому); в) *товарний* дериватив – (стандартний документ, який засвідчує право продати або купити товар на обумовлених умовах у майбутньому).

10.2. Методичні засади управління фінансовими інвестиціями підприємства.

Управління портфелем фінансових інвестицій

Управління фінансовими інвестиціями підприємства – це система принципів і методів забезпечення вибору найефективніших фінансових інструментів вкладення капіталу та вчасного його реінвестування (рис. 10.4).

Політика управління фінансовими інвестиціями є частиною загальної інвестиційної політики підприємства, що забезпечує вибір найбільш ефективних фінансових інструментів вкладення капіталу.

Портфель фінансових інвестицій – це цілеспрямовано сформована сукупність цінних паперів, придбаних підприємством відповідно до розробленої інвестиційної стратегії фінансового інвестування.

Метою формування портфеля фінансових інвестицій є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування шляхом підбору найбільш доходних і найменш ризикових цінних паперів.

Відповідно до цієї мети завданнями формування портфеля фінансових інвестицій підприємства є такі: – забезпечення високого

рівня інвестиційного доходу в поточному періоді; – забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковому періоді; – забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків; – забезпечення необхідної ліквідності портфеля.

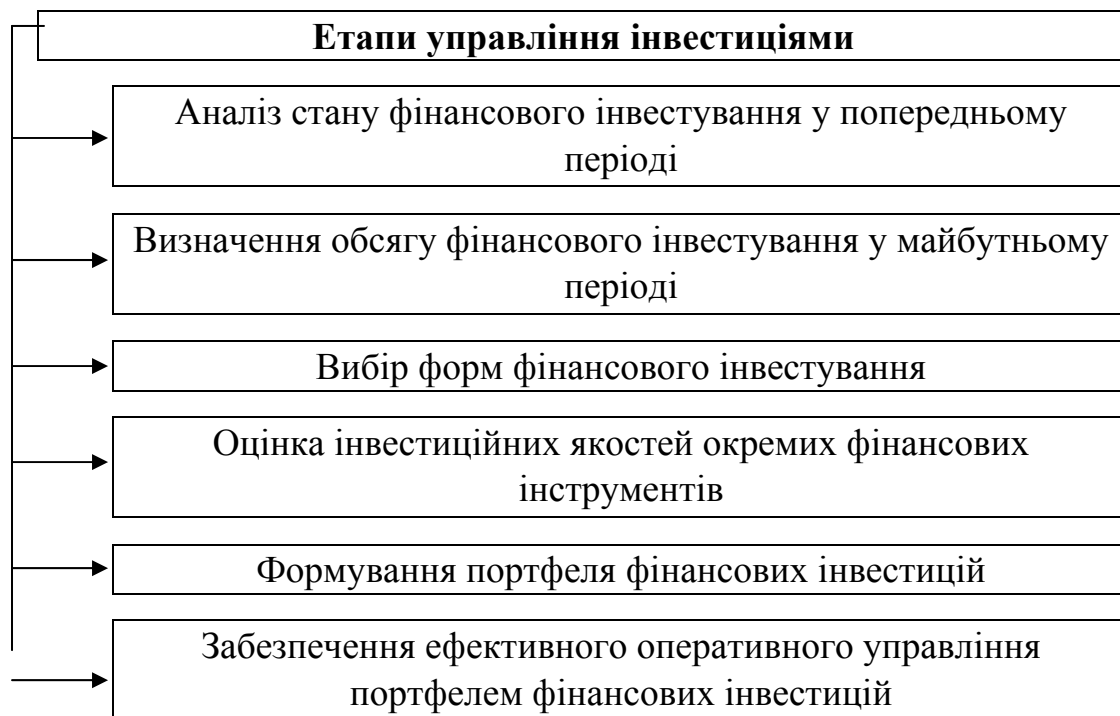


Рис. 10.4. Етапи управління фінансовими інвестиціями підприємств

Виділяють кілька *типів* портфелів фінансових інвестицій за різними класифікаційними ознаками:

1. За цілями формування інвестиційного доходу:

портфель доходу – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді поза залежністю від темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі;

портфель зростання – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу в майбутній довгостроковій перспективі поза залежністю від рівня поточного інвестиційного доходу.

2. За рівнем прийнятих ризиків:

– *агресивний (спекулятивний) портфель* – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації поточного доходу або приросту інвестованого капіталу поза залежністю від рівня інвестиційного ризику;

– *помірний (компромісний) портфель* – це інвестиційний портфель,

по якому рівень інвестиційного ризику наближений до середньоринкового;

– *консервативний портфель* – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм мінімізації інвестиційного ризику.

3. За спеціалізацією: *портфель акцій; портфель облігацій; портфель депозитних внесків; портфель інших цінних паперів.*

Управління портфелем фінансових інвестицій підприємства містить у собі:

1) *формування портфеля фінансових інвестицій;*

2) *реструктуризацію портфеля фінансових інвестицій* при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення фінансових інвестицій.

Формування портфеля фінансових інвестицій – це процес відбору цінних паперів, що мають необхідні інвестиційні якості. Цей процес містить у собі ряд етапів: вибір типу портфеля фінансових інвестицій; оцінка інвестиційних якостей окремих цінних паперів за критеріями рівня прибутковості, ризику й ліквідності; відбір фінансових інструментів в інвестиційний портфель із урахуванням їх впливу на параметри прибутковості, ризику й ліквідності портфеля; оптимізація портфеля, спрямована на зниження його ризику при заданому рівні його прибутковості; оцінка основних фінансових параметрів портфеля (прибутковість, ризик, ліквідність).

Реструктуризація портфеля фінансових інвестицій – це обґрунтування й реалізація управлінських рішень, що забезпечують підтримку цільової інвестиційної спрямованості сформованого портфеля за параметрами його прибутковості, ризику й ліквідності шляхом зміни окремих його інструментів.

Процес реструктуризації портфеля фінансових інвестицій здійснюється за такими етапами:

1) моніторинг інвестиційного клімату в державі й регіоні, а також змін кон'юнктури інвестиційного ринку й виявлення змін факторів зовнішнього й внутрішнього інвестиційного середовища;

2) оцінка відповідності інвестиційного портфеля за критеріями прибутковості, ризику й ліквідності стратегічним цілям фінансового інвестування з урахуванням виявлених змін зовнішнього й внутрішнього середовища;

3) розробка заходів щодо реструктуризації портфеля по основних видах цінних паперів і по конкретних їхніх різновидах;

4) визначення часу здійснення угод по реструктуризації портфеля й обґрунтування наказів брокерові на здійснення угод, що

забезпечують реструктуризацію портфеля.

Моніторинг інвестиційного клімату й кон'юнктури інвестиційного ринку необхідний для виявлення факторів, які можуть знизити ефективність інвестиційного портфеля.

До *факторів зниження ефективності портфеля* фінансових інвестицій відносяться:

1. Для дольових цінних паперів: зниження рівня виплачуваних дивідендів внаслідок зменшення суми прибутку емітента; кон'юнктурний спад у галузі, у якій емітент здійснює свою операційну діяльність; загальний спад кон'юнктури фондового ринку; підвищення рівня оподатковування інвестиційного доходу по дольових фінансових інструментах.

2. Для боргових цінних паперів: збільшення середньої ставки відсотка на фінансовому ринку; підвищення темпів інфляції порівняно з попереднім періодом; зниження рівня платоспроможності емітента; підвищення рівня оподатковування інвестиційного доходу по боргових фінансових інструментах.

Своєчасне виявлення всіх цих негативних факторів дасть можливість оперативно відреагувати на їхній вплив і провести реструктуризацію портфеля фінансових інвестицій з метою збереження його вихідних параметрів прибутковості, ризику і ліквідності.

Під оперативним управлінням портфелем фінансових інвестицій розуміється обґрунтування та реалізація управлінських рішень, що забезпечують підтримку цільової інвестиційної спрямованості сформованого портфеля за параметрами його дохідності, ризику і ліквідності шляхом реструктуризації.

Реструктуризація інвестиційного портфеля – це процес ротації окремих фінансових інструментів портфеля з метою підвищення загального рівня дохідності, зниження загального рівня його ризику або досягнення інших цілей фінансового інвестування.

10.3. Принципи і методи оцінки інвестиційної привабливості фінансових інструментів

Оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів являє собою інтегральну характеристику окремих їх видів, що здійснюється інвестором з урахуванням цілей формування інвестиційного портфеля.

Інтегральна оцінка інвестиційних якостей акцій здійснюється за наступними параметрами: 1) характеристика виду акцій за ступенем захищеності розміру дивідендних виплат; 2) оцінка галузі, в якій здійснює свою операційну діяльність емітент; 3) оцінка основних показників господарської діяльності та фінансового стану емітента; 4) оцінка характеру обертання акцій на фондовому ринку; 5) оцінка умов емісії акцій.

Для оцінки інвестиційних якостей **акцій** використовується наступна система показників (табл. 10.1).

Таблиця 10.1

Система показників оцінки інвестиційних якостей акцій

Назва коефіцієнтів	Алгоритм розрахунків
1. Коефіцієнт співвідношення доходу по акції (Кц/д)	$K_{ц/д} = \text{ринкова ціна акції} / \text{чистий прибуток на 1}$
2. Коефіцієнт співвідношення активів по 1 акції (Кц/а)	$K_{ц/а} = \text{ринкова ціна акції} / \text{балансова вартість активів}$
3. Коефіцієнт співвідношення об'єму реалізації продукції на 1 (Кц/р)	$K_{ц/р} = \text{ринкова ціна акції} / \text{обсяг реалізації продукції}$
4. Коефіцієнт співвідношення вочних цін пропозиції і попиту ії (Кпр/поп)	$K_{пр/поп} = \text{середній рівень цін пропозиції по акції на вому ринку} / \text{середній рівень цін попиту по акції на вому ринку}$
5. Коефіцієнт ліквідності акції	$K_{л} = \text{обсяг продажу акцій на торгах} / \text{обсяг пропозиції на торгах}$
6. Рівень віддачі акціонерного ду (РВак)	$P_{Вак} = \text{чистий прибуток в періоді} * 100 / \text{середня ь акціонерного капіталу в періоді}$
7. Балансова вартість однієї БВа	$B_{Ва} = \text{вартість акціонерного капіталу} + \text{вартість ного фонду на певну дату} / \text{загальна кількість акцій нії на певну дату}$
8. Коефіцієнт дивідендних виплат(Кд)	$K_{д} = \text{сума виплачених дивідендів в періоді} * 100 / \text{сума чистого прибутку підприємства в періоді}$

Основні параметри оцінки інвестиційних якостей облігацій:

1) вид облігації за характером елементів, строком погашення і формами виплат; 2) оцінка інвестиційної привабливості регіону; 3) оцінка фінансової стійкості і платоспроможності підприємства-емітента; 4) оцінка характеру обертання облігації на фондовому ринку; 5) оцінка умов емісії облігації.

Оцінка реальної ринкової вартості фінансових інструментів інвестування здійснюється на основі моделі оцінки реальної ринкової вартості окремих фінансових інструментів інвестування (рис. 10.5).



Рис. 10.5. Система моделей оцінки реальної ринкової вартості окремих фінансових інструментів інвестування

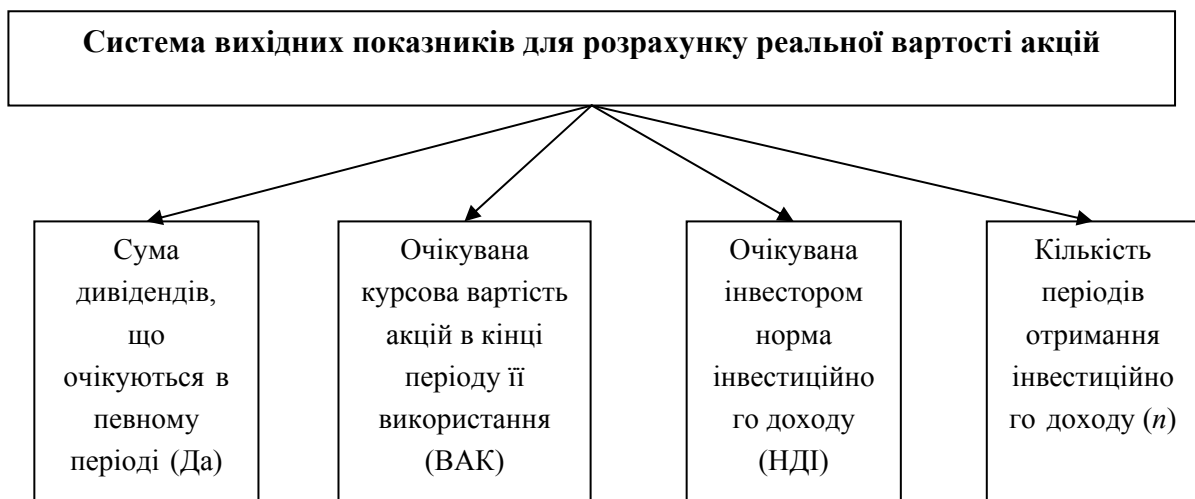


Рис. 10.6. Система вихідних показників для розрахунку реальної вартості акцій

Моделі оцінки реальної ринкової вартості фінансових інструментів базуються на оцінці зворотного потоку від фінансових інвестицій.

Таблиця 10.2

Моделі оцінки реальної ринкової вартості цінних паперів

Назва моделі	Алгоритм розрахунку покупця
По акціях 1. Базова модель оцінки реальної вартості акції (B_A) при її використанні у невизначеному періоді часу (t), де DA - дивіденди, q - ставка дисконтування	$B_A^{\infty} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{DA}{(1+q)^t}$
2. Базова модель оцінки реальної вартості акції при її використанні в певний період часу (n), де B_k - курсова вартість акції	$B_A^n = \sum_{i=1}^n \frac{DA}{(1+q)^t} + \frac{B_k}{(1+q)^n}$
3. Модель оцінки реальної вартості акції зі стабільним рівнем дивідендів (B_A) у невизначеному періоді	$B_A = \frac{DA}{q}$
4. Модель оцінки реальної вартості акції з постійно зростаючим рівнем дивідендів (Модель Гордона), де Ta - темп приросту дивідендів	$B_A^{Ta} = \frac{DA}{q - Ta} + (1 + Ta)$
По облігаціях 1. Базова модель оцінки реальної вартості облігації ($B_{обл}$) з періодичною виплатою відсотків, де Bo – торба відсотка по облігації, Ho – номінальна вартість облігації при погашенні	$B_{обл} = \sum_{i=1}^n \frac{Bo}{(1+q)^t} + \frac{Ho}{(1+q)^n}$
2. Модель облігації, оцінки реальної вартості що облігацій, що реалізовується з дисконтом без виплати відсотків ($B_{обл}$)	$B_{обл}^{диск} = \frac{Ho}{(1+q)^n}$
3. Модель оцінки реальної вартості облігації з виплатою всієї суми відсотків при погашенні ($B_{обл}$)	$B_{обл}^{пог} = \frac{Ho + Bo}{(1+q)^n}$

Таблиця 10.3

Оцінка вартості похідних цінних паперів (деривативів)

Похідний інструмент фінансового інвестування	Алгоритм оцінки
Ф'ючерсний контракт	$\Phi o - Co * (1 + i)^n,$ де Φo - ф'ючерсна ціна (ціна виконання контракту) по базисному активу (боргові цінні папери); Co – ціна «спот» базисного активу в поточному періоді у %; i – річна ставка процента на фінансовому ринку; n – кількість років до дати виконання контракту. $\Phi a = CA + CA * (i - DA) * (D / 365),$ де Φa - ф'ючерсна ціна по базисному активу (дольові цінні папери); CA – ціна «спот» базового активу; DA – поточна дохідність базового активу (%); D – кількість днів до дати виконання контракту
Опціон	$Bo = BBo + Pro,$ де Bo – вартість опціону; BBo – внутрішня вартість опціону; Pro – часова премія опціону. $BBo_k = Pk_{za} - CBOK,$ де BBo_k – внутрішня вартість опціону «колл» (право на купівлю); Pk_{za} – ринковий курс звичайної акції; $CBOK$ – ціна виконання опціону «колл» (ціна «страйк») $BBo_n = (CBOn - Pk_{za}),$ де BBo_n – внутрішня вартість опціону «пут» (право на продаж); $CBOn$ - ціна виконання опціону «пут» Pk_{za} - ринковий курс звичайної акції. $Pro = CO - BBo / BBo,$ де CO - ціна опціону

Процес оцінки ризиків при фінансовому інвестуванні здійснюється в такій послідовності (рис. 10.7).

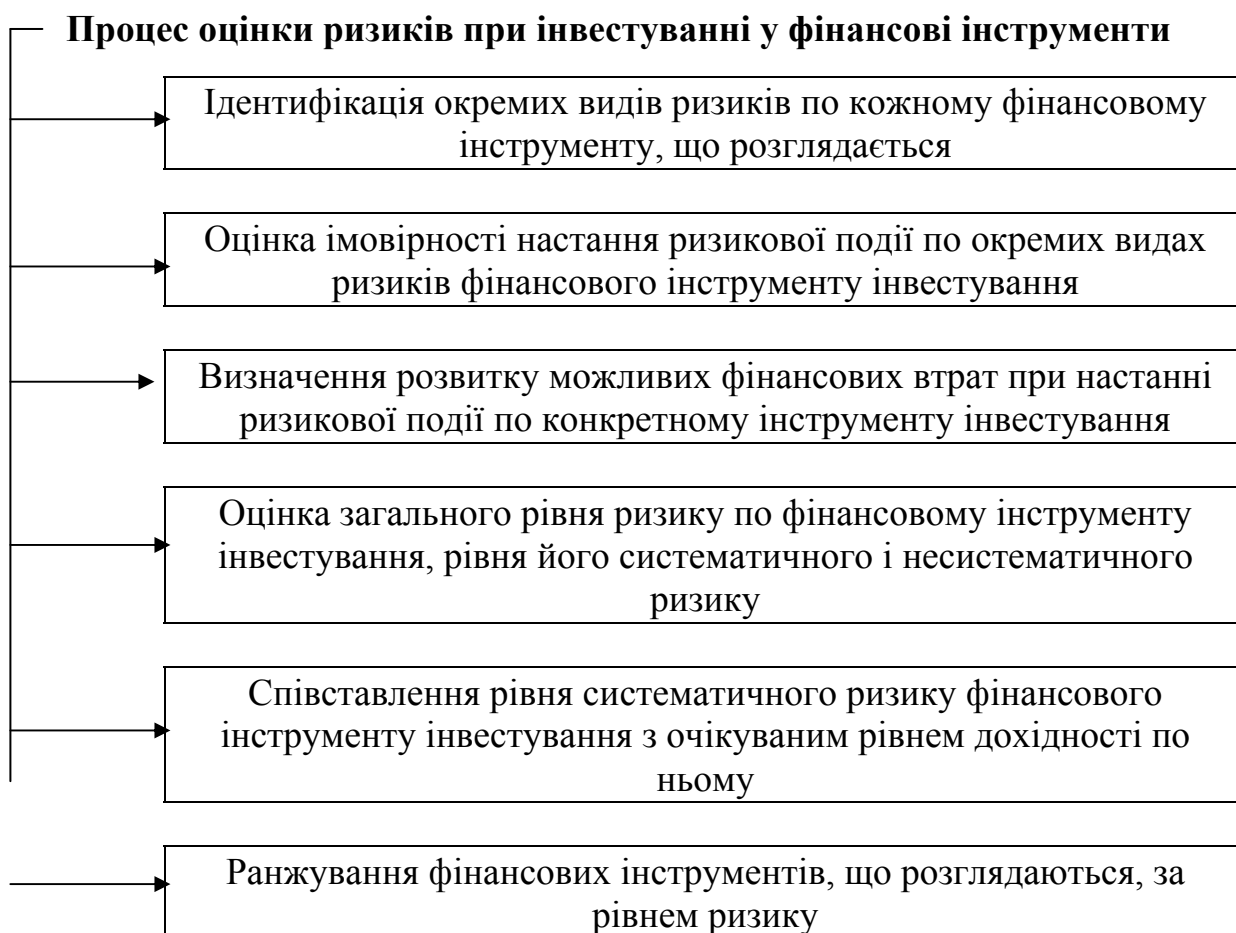


Рис. 10.7. Процес оцінки ризиків при інвестуванні у фінансові інструменти

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що таке фінансові інвестиції підприємства?
2. В яких формах здійснюються фінансові інвестиції підприємства?
3. Що собою являють фінансові інструменти інвестування?
4. Що собою являє вкладення капіталу в дохідні види фондових інструментів?
5. Чим представлені фондові інструменти?
6. Які види акцій розрізняють?
7. Які розрізняють види облігацій?
8. Що таке деривативи?
9. Що собою являє вкладання капіталу у дохідні види грошових інструментів?
10. Що таке управління фінансовими інвестиціями, які його етапи?
11. Що передбачає оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів, за якими параметрами вона здійснюється?
12. Які показники оцінюють інвестиційні якості акцій?
13. Які показники оцінюють інвестиційні якості облігацій?
14. Як оцінюється ринкова вартість фінансових інструментів?
15. Що собою являє процес оцінки ризиків фінансового інвестування?

ТЕМА 11. Інвестиційні ризики, їх оцінка та мінімізація

План

1. Сутність та класифікація інвестиційних ризиків
2. Методи аналізу інвестиційних ризиків
3. Методи мінімізації інвестиційних ризиків
4. Управління інвестиційними ризиками

11.1. Сутність та класифікація інвестиційних ризиків

Необхідність врахування ризиків інвестиційного проекту пов'язана з тим, що майбутній розвиток подій щодо реалізації інвестиційного проекту завжди є неоднозначним. Це означає, що між рішеннями та наслідками мають місце певні ризикові події. Врахування ризиків в обґрунтуванні доцільності інвестування забезпечує одержання ефективних кінцевих результатів проекту.

Інвестиційний ризик – це ймовірність повного або часткового недосягнення очікуваних інвестором результатів інвестиційної діяльності.

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

1. За сферами прояву виділяють такі види ризиків:

а) **економічний**. До нього відноситься ризик, пов'язаний із зміною економічних чинників. Оскільки інвестиційна діяльність здійснюється в економічній сфері, вона найбільшою мірою схильна до економічного ризику;

б) **політичний**. До нього відносяться різноманітні види виникаючих адміністративних обмежень інвестиційної діяльності, пов'язаних із змінами державою політичного курсу;

в) **соціальний**. До нього відноситься ризик страйків робітників інвестованих підприємств, незапланованих соціальних програм і інші аналогічні види ризиків;

г) **екологічний**. До нього відноситься ризик різноманітних екологічних катастроф (землетрусів, пожеж тощо), що негативно позначаються на діяльності об'єктів інвестування;

д) **інших видів**. До них можна віднести рекет, розкрадання майна, шахрайства інвестиційних або господарських партнерів тощо.

2. За формами інвестування прийнято розрізняти такі види ризиків:

а) реального інвестування або проектний ризик – це невизначеність доходів від реалізації інвестиційного проекту, пов'язана з можливістю виникнення несприятливих ситуацій та їхніх наслідків на одній зі стадій здійснення інвестиційного процесу. Виділяють такі види проектного ризику:

- ризик зниження фінансової стабільності підприємства;
- ризик неплатоспроможності підприємства;
- ризик проектування (невірна підготовка бізнес-плану);
- будівельний ризик (недостатньо кваліфіковані підрядники, перевищення строків будівництва);
- маркетинговий ризик (непередбачене зниження реалізованої продукції веде до зменшення прибутку);
- ризик фінансування проекту (недостатній загальний обсяг інвестиційних ресурсів).

б) фінансового інвестування – це ймовірність недоодержання доходів від цінних паперів у зв'язку зі зміною кон'юнктури інвестиційного ринку. Наприклад:

- відсотковий ризик – ризик втрати доходу через зміну відсоткової ставки;
- ринковий ризик – ризик втрати доходу через зміну курсу окремих цінних паперів;
- ризик ліквідності – це ймовірність втрати доходів внаслідок неможливості продати цінний папір без втрати інвестованого в нього капіталу;
- комерційний ризик – ймовірність недоодержання дивідендів за цінними паперами внаслідок зниження ефективності функціонування підприємства-емітента.

3. За джерелами виникнення виділяють два основних види ризиків:

а) систематичний (або ринковий). Цей вид ризику виникає для всіх учасників інвестиційної діяльності і форм інвестування. Він визначається зміною стадій економічного циклу розвитку країни або кон'юнктурних циклів розвитку інвестиційного ринку; значними змінами податкового законодавства в сфері інвестування й іншими аналогічними чинниками, на які інвестор вплинути при виборі об'єктів інвестування не може. Це ті ризики, які залежать від функціонування економіки в цілому. Наприклад: загроза втрати інвестицій через війни, або – це дії органів державної влади, що

перешкоджають нормальному здійсненню інвестиційної діяльності.

б) несистематичний (або специфічний) пов'язаний з невизначеністю одержання очікуваного результату в ході реалізації конкретного інвестиційного проекту. Цей вид ризику характерний конкретному об'єкту інвестування або діяльності конкретного інвестора. Він може бути пов'язаний із некваліфікованим керівництвом компанією (фірмою) – об'єктом інвестування, посиленням конкуренції в окремому сегменті інвестиційного ринку: нераціональною структурою інвестованих засобів і інших аналогічних чинників, негативних наслідків яких значною мірою можна запобігти за рахунок ефективного керування інвестиційним процесом.

4. За величиною можливих збитків:

г) ризик втрати прибутку за проектом (ціна реалізації продукції за проектом лише перекриває витрати на виробництво);

д) ризик втрати доходів за проектом (не вдається взагалі реалізувати продукцію);

е) ризик втрати активів проекту (збитки дорівнюватимуть вкладеному капіталу) внаслідок природних подій, пожеж, грубих помилок в експлуатації обладнання, кримінальних подій тощо.

11.2. Методи аналізу інвестиційних ризиків

Аналіз інвестиційних ризиків – це визначення міри ймовірності їхнього виникнення й обсягу можливих фінансових втрат при настанні ризикової події.

Оскільки інвестиційний ризик характеризує можливість виникнення непередбачених фінансових втрат, його рівень при оцінці визначається як відхилення очікуваних прибутків від інвестування від середнього або розрахункового розміру. Тому оцінка інвестиційних ризиків завжди пов'язана з оцінкою очікуваних прибутків і можливості їхніх втрат.

У світовій практиці вироблені два види аналізу інвестиційних ризиків, які взаємно доповнюють один одного: 1) якісний аналіз; 2) кількісний аналіз.

Якісна оцінка спрямована на встановлення існування різних видів ризику і факторів, що їх визначають. Кількісна оцінка ризиків проводиться на основі результатів їх якісного аналізу.

1. Якісний аналіз ризику найпростіший. Його головне завдання

полягає у визначенні факторів ризику та встановленні потенційних областей ризику.

Область ризику – це деяка зона загальних втрат, у межах якої втрати не перевищують граничного значення встановленого рівня ризику.

При оцінці рівня ризику в кожній області розраховують коефіцієнт ризику (K), що показує рівень достатності капіталу підприємства й визначається за формулою (11.1).

$$K = \frac{M_{\max}}{R}, \quad (11.1)$$

де $M_{\max}$ – максимально можлива сума збитку; R – обсяг власних фінансових ресурсів підприємства.

Виділяють такі основні області ризику:

1. *Безризикова область* – це область, що характеризується відсутністю яких-небудь втрат при здійсненні інвестиційної операції з гарантією одержання як мінімум розрахункового інвестиційного прибутку ($K_1=0$).

1. *Область мінімального ризику* – це область, що характеризується незначним рівнем втрат чистого прибутку (K_2 перебуває в межах 0-25 %). Підприємство ризикує тим, що в результаті інвестиційної діяльності в найгіршому разі не одержить чистого прибутку та не зможе виплатити дивіденди за випущеними цінними паперами, якщо такі є, а в кращому – одержить основну частину чистого прибутку.

2. *Область підвищеного ризику* – це область, яка характеризується рівнем втрат розрахункової суми прибутку (K_3 перебуває в межах 25-50 %). Підприємство ризикує тим, що в результаті інвестиційної діяльності в найгіршому разі покриє всі витрати, а в кращому – отримає прибуток менший від розрахункового рівня.

3. *Область критичного ризику* – це область, яка характеризується тим, що в її межах можливі втрати в розмірі розрахункової суми доходу підприємства (K_4 перебуває в межах 50-75 %). Підприємство ризикує втратити валовий дохід внаслідок здійснення інвестиційної операції.

4. *Область катастрофічного (неприпустимого) ризику* – це область, у межах якої можливі втрати, близькі до розміру власних коштів підприємства (K_5 перебуває в межах 75-100 %).

2. Кількісний аналіз ризику – це чисельне визначення розмірів окремих видів ризику та інвестиційного ризику проекту в цілому.

Кількісний аналіз проводиться з використанням різних методів.

Найпоширенішими методами кількісного аналізу є: статистичні методи; метод експертних оцінок; аналіз еквівалента певності; аналіз чутливості проекту; аналіз сценаріїв проекту; метод «дерева рішень»; імітаційне моделювання.

1. Статистичні методи. Головними інструментами статистичного методу розрахунку фінансового ризику є такі показники: середньоквадратичне відхилення, коефіцієнт варіації, бета-коефіцієнт.

Середньоквадратичне відхилення є найбільш поширеним показником оцінки рівня інвестиційних ризиків. Розрахунок цього показника дозволяє врахувати коливання очікуваних прибутків від різних інвестицій. Даний показник показує, наскільки в середньому кожен можливий варіант значення показника ефективності відрізняється від його середньої величини, тобто характеризує абсолютну величину ризику. Цей показник використовується як міра ризику, чим він більший, тим більша міра ризику, а якщо він дорівнює 0, то ефективність не відхиляється від очікуваного значення, тобто ризик відсутній.

Показник середньоквадратичного (стандартного) відхилення (σ) розраховується за формулою (11.2):

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (E_i - E_R)^2 \times P_i}, \quad (11.2)$$

де E_i – розрахунковий дохід від реалізації проекту при різних значеннях кон'юнктури; E_R – середній очікуваний дохід по проекту; P_i – значення ймовірності, яке відповідає розрахунковому доходу; n – число спостережень.

Коефіцієнт варіації (CV) визначає ступінь відхилень від середнього значення показника стосовно до його середньої величини:

$$CV = \frac{\sigma}{E_R}. \quad (11.3)$$

При порівнянні рівнів ризиків за окремими інвестиційними проектами перевагу необхідно віддати тому з них, за яким значення коефіцієнту варіації саме низьке (що свідчить про найкраще співвідношення ризику та доходу).

2. Метод експертних оцінок. Якщо на підприємстві відсутні необхідні інформативні дані для здійснення розрахунків за допомогою вищеназаних статистичних методів, застосовують експертні методи оцінки рівня інвестиційного ризику.

Дані методи базуються на опитуванні кваліфікованих

спеціалістів (страхових, фінансових, інвестиційних менеджерів відповідних спеціалізованих організацій) з нижченаведеною математичною обробкою результатів даного опитування.

В процесі експертної оцінки кожному експерту пропонується оцінити рівень можливості інвестиційного ризику за бальною шкалою, наприклад: ризик відсутній – 0 балів; ризик незначний – 10 балів; ризик нижче середнього рівня – 30 балів; ризик середнього рівня – 50 балів; ризик вище середнього рівня – 60 балів; ризик високий – 80 балів; ризик надзвичайно високий – 100 балів.

При використанні методу експертних оцінок важливо виключити можливість спільного обговорення експертами досліджуваної проблеми. Отриманий висновок експертів є результатом проведеної експертизи.

3. Аналіз еквівалента певності. Ідея даного аналізу полягає у тому, щоб розподілити грошовий потік на безпечну та ризиковану частини. Грошові потоки переводяться в безпечні (певні), потім дисконтуються за безпечною ставкою. Наприклад, в США ставка за державними облігаціями уряду вважається безпечною і, як правило, береться за основу. На Україні це може бути облікова ставка НБУ.

Визначення еквівалентів певності проводиться в такій послідовності:

1. Визначаються сподівані грошові потоки від проекту.
2. Визначається фактор еквівалента певності або відсоток сподіваного грошового потоку, що є певним.
3. Обчислюються певні грошові потоки: величину сподіваних грошових потоків перемножують на фактор еквівалента певності.
4. Визначається теперішня вартість проекту, шляхом дисконтування певних грошових потоків на безпечну дисконтну ставку.
5. Визначається чиста теперішня вартість проекту: від чистої теперішньої вартості безпечних грошових потоків віднімають початкові інвестиції.

Якщо значення чистої теперішньої вартості проекту дорівнює нулю або позитивне, проект можна ухвалити, і навпаки, проект слід відхилити якщо значення чистої теперішньої вартості від'ємне.

4. Аналізу чутливості проекту. Суть даного методу полягає у оцінці впливу основних вихідних параметрів реального інвестиційного проекту на кінцеві показники його ефективності.

Аналіз чутливості проекту ґрунтується на аналізі чутливості аналітичної моделі інвестицій до змін одного параметру. Вважається,

що більший ризик викликають фактори, зміни яких найбільш суттєво впливають на результат. Даний вид аналізу застосовується до будь-якого елементу, що має тенденцію до змін.

Вихідними параметрами інвестиційного проекту звичайно виступають об'єм реалізації продукції в натуральному виразі, рівень цін на продукцію, сума інвестиційних затрат за видами та етапами здійснення, тривалість проекту, рівень відсоткової ставки, очікуваний темп інфляції тощо. Кінцевими показниками ефективності проекту звичайно є чиста поточна вартість проекту, внутрішня ставка дохідності або сума чистого інвестиційного прибутку.

Послідовно змінюючи значення вихідних показників можна визначити діапазон коливань вибраних для оцінки кінцевих показників ефективності а також критичні значення вихідних параметрів проекту, які ставлять під сумнів доцільність його здійснення. Чим ширше діапазон коливання вихідних параметрів проекту, при якому показники його ефективності відповідають вибраним підприємством критеріям, тим менш ризикованим він вважатиметься.

Аналіз чутливості проекту дозволяє підприємству значно зменшити ризик. Наприклад, якщо ціна продукції виявилася критичним фактором, то можна підсилити програму маркетингу або знизити вартість проекту. Якщо проект виявиться чутливим до зміни обсягів виробництва продукції, то варто розробити комплекс заходів щодо підвищення продуктивності. Недоліком даного методу є те, що він не може врахувати всі можливі обставини і не приймає до уваги здійснення альтернативних проектів.

5. Аналіз сценаріїв проекту. В практиці цього методу, як правило, моделюються три основних сценарії здійснення реального інвестиційного проекту – песимістичний, оптимістичний та реалістичний. В основі даних сценаріїв закладено очікуване погіршення або покращення вихідних параметрів – об'єму реалізації продукції, рівня цін на продукцію, ставки відсотку, темпів інфляції тощо. Результати аналізу сценаріїв проекту дозволяють визначити умови його реалізації, що забезпечують досягнення еталонних значень показників його ефективності.

6. Метод «дерева рішень». Даний метод дозволяє найбільш комплексно врахувати ризики реального інвестиційного проекту за окремими послідовними етапами його здійснення.

Експертні оцінки можливих сценаріїв варіації вихідних

параметрів проекту при використанні цього методу є більш обґрунтованими, так як в цьому випадку вони визначаються не за проектом в цілому, а у розрізі окремих етапів його реалізації та з урахуванням періоду часу кожного з етапів. Імовірність несприятливої розв'язки в досягненні заданих кінцевих показників ефективності проекту і буде характеризувати ступінь його ризику.

7. Метод імітаційного моделювання. Імітацію можна ще назвати комп'ютерним експериментом. Єдина відмінність подібного експерименту від реального полягає в тому, що він проводиться з моделлю системи, а не з самою системою. Імітаційне моделювання є серією експериментів, що дозволяють отримати емпіричні оцінки ступеня впливу різних факторів (вихідних величин) на декотрі залежні від них результати (показники).

11.3. Методи мінімізації інвестиційних ризиків

Шляхом комплексних дій інвестора ризик може бути зменшений, але повністю його подолати не можна. Серед напрямів мінімізації інвестиційних ризиків можна виділити: страхування, хеджування, лімітування, ексаунтинг, диверсифікація.

Страхування ризиків – це передача певних ризиків іншим особам з метою відшкодування різних непередбачених втрат у результаті настання ризикових подій. Страхування може бути: зовнішнім та внутрішнім.

Зовнішнє страхування здійснюється страховими компаніями, які беруть на себе зобов'язання щодо відшкодування можливих збитків, пов'язаних з реалізацією інвестиційного проекту. На даний час розроблені такі види страхування щодо інвестиційних ризиків: страхування будівництва на випадок зриву поставок; страхування ризиків, пов'язаних з експлуатацією будівельних машин; страхування технічних ризиків; страхування прибутку; страхування кредитів тощо.

Внутрішнє страхування полягає у відкладенні підприємством частини грошових коштів, з яких воно у результаті покриває збитки.

Хеджування – це процес страхування ризику від можливих збитків шляхом переносу ризику зміни ціни з однієї особи на іншу. Хеджування здійснюється через укладання контракту, який призначений для страхування ризиків зміни ціни між стороною, що страхує ризик (хеджером) та стороною, що бере на себе ризик (спекулянтом). Хеджування може здійснюватись на зниження чи

підвищення цін. Предметом такого контракту можуть бути товари, валюта, акції, облігації, інші об'єкти. Такі контракти ще отримали назву ф'ючерсних, опціонних, форвардних.

Лімітування – це обмеження розміру вкладень при капіталізації інвестицій, перешкоджаючи цим створенню зайвих запасів матеріалів, конструкцій, обладнання. Фінансування, як правило, здійснюється поступово – траншами, тобто ризику підлягають окремі грошові потоки, а не весь обсяг інвестицій.

Еккаунтинг – збирання, обробка, аналіз та формування різних видів бізнес інформації: відомостей про ринки, платоспроможність підприємства, фінансовий стан партнерів, перспективи розвитку конкурентів. Ці відомості надаються у вигляді бізнес-довідок.

Диверсифікація – розподіл інвестиційних ресурсів між кількома об'єктами (проектами) з метою зниження впливу однієї негативної події на ефективність всього інвестиційного портфелю.

Крім вищеназваних способів значно вплинути на мінімізацію ризиків можна кваліфікованим відпрацюванням договорів та контрактів партнерами з інвестиційного проекту, своєчасне відпрацювання в них моментів щодо узгодження інтересів учасників та можливих конфліктних ситуацій.

11.4. Управління інвестиційними ризиками

Інвестиційний ризик як багатофакторна категорія досліджується у динаміці процесу управління, який має інформаційні, часові, організаційні, економічні, соціальні та правові параметри. Інформаційний аспект процесу управління інвестиційним ризиком представляє собою перетворення інформації про фактори джерел невизначеності у інформацію про показники рівня ефективності або неефективності результатів інвестиційної діяльності в умовах ризику.

Оцінка інвестиційних ризиків необхідна потенційним інвесторам, щоб точніше розібратись у ситуації, передбачати імовірні напрямки її розвитку, провести обґрунтоване порівняння можливих інвестиційних проектів. Управління інвестиційними ризиками – це процес передбачення, нейтралізації, зменшення або ліквідації їх негативних фінансових наслідків на підставі наступного.

Усвідомлення прийняття ризиків – це означає, що інвестор свідомо погоджується на ризиковану операцію з метою отримання відповідного рівня доходу. Або він свідомо відмовляється від високого рівня ризику та вкладає кошти у найменш доходну

операцію.

Незалежність управління ризиками. Один з найважливіших постулатів теорії ризик-менеджменту стверджує, що ризики не залежать один від одного і фінансові втрати внаслідок дії одного з них необов'язково збільшують імовірність виникнення другого ризику.

Зіставленість рівня ризиків з рівнем доходності фінансових або інвестиційних операцій. Зміст цього принципу міститься в тому, що підприємство повинно приймати участь у таких операціях, сукупний рівень ризику яких ні в якому разі не перевищить сукупний рівень доходу цих операцій.

Урахування фактора часу означає, що чим довше термін здійснення фінансової операції чи інвестиційного проекту, тим ширше діапазон можливих ризиків та складніше забезпечити нейтралізацію їх негативних наслідків.

Можливість передачі ризиків припускає повну або часткову передачу відповідальності щодо усунення ризиків, їх нейтралізації та зменшення негативних наслідків фінансовим партнерам або страховій компанії.

Формування і реалізація політики управління інвестиційними ризиками передбачає здійснення таких заходів.

1. Оцінювання широти та достовірності інформації, необхідної для визначення рівня ризику. В процесі оцінки якості інформаційної бази увага приділяється повноті та достатності відомостей, побудові рядів динаміки показників (наприклад, для інфляційного, валютного ризиків) і групування даних (наприклад, цін на сировину та комплектуючі) та використанню надійних джерел інформації. Треба мати на увазі, що недостатня або неякісна інформаційна база суттєво знижує ефективність подальшого розрахунку ризиків.

2. Вибір та використання відповідних методів оцінки вірогідності виникнення конкретної ризикової ситуації. Вибір методів оцінки визначається такими факторами, як видом ризику, повнотою та достовірністю інформаційної бази, рівнем кваліфікації фахівців, які будуть здійснювати оцінку, технічним та програмним забезпеченням, тобто можливістю використання сучасних комп'ютерних технологій і, наприкінці, використанням послуг кваліфікованих експертів.

3. Визначення розміру можливих втрат у разі виникнення ризикових ситуації та розподіл їх за такими групами:

- безризикова зона (операції за якими ризики не прогножуються);
- зона допустимого ризику (можливість збитків у розмірі розрахункової величини прибутку);
- зона критичного ризику (розмір можливих збитків перевищує розмір доходу за проведеною операцією);
- зона катастрофічного ризику (можливість втрати всього власного капіталу або його більшої частки).

4. Дослідження факторів, що впливають на рівень ризиків, та прийняття заходів щодо нейтралізації їх дії.

В закордонній практиці розроблені методи оцінки інвестиційного клімату, в яких виділяються наступні групи факторів ризику: соціально-політичні; економічні; зовнішньоекономічні.

Кількісні оцінки по кожній групі факторів визначаються експертними методами і проведенням модельних розрахунків. Результатом досліджень виступають рекомендації потенційному інвестору – в якій мірі він ризикує, вкладаючи свої кошти.

Вибір методів та форм усунення негативних наслідків можливих ризиків. Інвестиційні ризики суттєво варіюють за економічними районами України. Територіальні відмінності інтегрального показнику ризику об'єктивно відображають специфіку окремих регіонів, їх політичні, національні, соціальні та економічні відмінності. Масштаб цих відмінностей свідчить про значне «розшарування» регіонів країни за рівнем соціально-економічного розвитку.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Економічна сутність та зміст ризику.
2. Характерні властивості ризику.
3. Класифікація ризиків.
4. Характеристика джерел ризику.
5. Зовнішні ризики та їх характеристика.
6. Діяльність господарюючого суб'єкту та ризики.
7. Ризики інвестиційних проектів.
8. Ризики фінансових інвестицій.
9. Методи визначення кількісної характеристики ризиків.
10. Заходи щодо зниження та запобігання ризиків.

ТЕРМІНОЛОГІЧНИЙ СЛОВНИК

А

Аванс – грошова сума, виділена за домовленістю в рахунок майбутніх платежів за матеріальні цінності, виконані роботи і надані послуги.

Авуари – різні активи (грошові засоби, чеки, векселі, перекази, акредитиви), за рахунок яких можуть здійснюватися платежі та погашення зобов'язань їх власників.

Агресивна інвестиційна політика – політика інвестування, спрямована на максимілізацію доходу від вкладень у поточному періоді без урахування високого рівня інвестиційного ризику.

Агресивний інвестиційний портфель – інвестиційний портфель з високим рівнем ризику, що складається із цінних паперів та інших фінансових інструментів, сформований за критерієм максимізації доходу або росту.

Активи – економічні ресурси компанії (фірми) у формі основного та оборотного капіталу, нематеріальних активів, що використовуються у виробничій діяльності з метою одержання доходу. На практиці розміри активів підприємства визначаються загальною сумою активу балансу на певну дату.

Активи на акцію – відношення активів до загальної кількості акцій.

Акціонерне товариство – компанія, що створена юридичними особами і має статутний фонд, розподілений на певну кількість акцій однакової номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки своїм майном. Акціонерне товариство може бути відкритого (якщо акції розповсюджуються шляхом відкритої передплати або купівлі — продажу на фондових біржах) або закритого (якщо акції не можуть розповсюджуватися вільно) типу.

Акція – цінний папір, що засвідчує долю її власника в статутному фонді акціонерного товариства відкритого або закритого типу, який дає право на участь в управлінні й одержанні відповідної частини його прибутку у формі дивідендів. Розрізняють акції іменні та на пред'явника, привілейовані та прості.

Акція росту – акція компанії, що росте і знаходиться на ранніх стадіях свого життєвого циклу.

Аналіз кон'юнктури інвестиційного ринку – вивчення особливостей інвестиційного ринку або окремих його сегментів і тих змін, які відбуваються на ньому в момент спостереження порівняно з попереднім

періодом.

Андеррайтер – особа, що організує передплату на цінні папери.

Аннуїтет – рівномірні платежі або надходження грошових коштів через однакові періоди часу за однаковою ставкою процента.

Б

Балансовий прибуток – прибуток компанії (фірми) до відрахувань з її податкових та інших обов'язкових платежів.

Балансова вартість акції – розмір акціонерного капіталу та резервного фонду компанії за балансом, що приходить на одну акцію. Цей показник характеризує забезпеченість акції реальними коштами компанії.

Банкрутство – установлена в судовому порядку фінансова неплатоспроможність певної юридичної чи фізичної особи, тобто її нездатність здійснювати розрахунки за своїми зобов'язаннями.

Безризикові інвестиції – розміщення капіталу в об'єктах інвестування, для яких відсутній ризик можливих фінансових утрат. У практиці розвинених європейських країн до таких об'єктів інвестування, як правило, відносять державні урядові облігації.

Бізнес-план – основний документ, у якому стисло в загальноприйнятій послідовності розділів викладено головні характеристики реального інвестиційного проекту. Бізнес-план покликаний переконати інвестора в ефективності передбачуваних інвестицій.

Біржовий курс – остання ціна, за якою різні об'єкти інвестування (цінні папери, об'єкти нерухомості, дорогоцінні метали та ін.) продавалися (купувалися) на відповідній біржі.

Бюджет – фінансовий план короткострокового періоду (до одного року), в якому відображаються витрати на надходження коштів, пов'язаних з реалізацією інвестиційного проекту.

Бюджетування – розробка бюджету витрат і надходження коштів у процесі оперативного управління реалізацією інвестиційного проекту.

В

Валовий дохід – дохід компанії (фірми) від реалізації продукції (товарів, послуг) до сплати податків, що входять у ціну продукції.

Валові інвестиції – загальний обсяг коштів, інвестованих у нове будівництво, придбання засобів виробництва, направлених на приріст товарно-матеріальних запасів у певному періоді.

Відплив капіталу – переведення капіталу в значних розмірах у

країни зі сприятливішим інвестиційним кліматом з метою уникнення оподаткування за більш високими ставками, негативних наслідків інфляції, ризику експропріації та ін. Основною метою відпливу капіталу є вигідніші та гарантованіші умови його розміщення у вибраних країнах.

Валютний курс – ціна грошової одиниці однієї країни, виражена в грошовій одиниці іншої країни на певну дату.

Зовнішні джерела формування інвестиційних ресурсів – запозичені та залучені джерела фінансування реалізації інвестиційних програм.

Внутрішні джерела формування інвестиційних ресурсів – власні джерела фінансування реалізації інвестиційних програм (проектів). До основних внутрішніх джерел належить частина чистого прибутку компанії (фірми), що підлягає капіталізації, і сума амортизаційних відрахувань (амортизаційний фонд).

Г *Графік інвестицій* – загальний обсяг інвестицій, розподілений за конкретними термінами інвестування. Такий графік складається під час розробки бізнес-плану та оперативного плану реалізації інвестиційного проекту.

Грошовий потік – основний показник, що характеризує ефективність інвестицій у вигляді повернених інвестору коштів. Основою грошового потоку за інвестиціями є чистий прибуток і сума амортизації матеріальних і нематеріальних активів.

Гудвіл – різниця між ринковою та індексованою балансовою вартістю компанії (фірми). Вартість гудвілу характеризує не відображені в балансі нематеріальні активи у вигляді репутації фірми, завойовані нею маркетингові позиції на ринку, відпрацьованість внутрішньої технології діяльності й інші активи, здатні приносити додаткові прибутки. У зарубіжній практиці вартість гудвілу часто включається в баланс компанії (фірми), що продається.

Д *Депозит* – грошові або інші види активів, розміщені на збереження у фінансово-кредитні заклади.

Депозитарій – заклад, що приймає на зберігання гроші, документи, цінні папери та інші цінності.

Депозитарій інвестиційного фонду – юридична особа, що здійснює відповідальне зберігання активів, обслуговування операцій з активами інвестиційного фонду й облік руху активів фонду на підставі

депозитного договору.

Депозитний процент – сума доходу, одержуваного інвестором у разі передачі коштів на зберігання відповідно до встановленого ставкою відсотка.

Державні інвестиції – інвестиції, що здійснюються державною та місцевими органами влади (управління) за рахунок бюджетних коштів, позабюджетних фондів, залучених засобів, а також державними підприємствами та закладами за рахунок власних та залучених засобів.

Дериватив – стандартний документ, що засвідчує право чи зобов'язання придбати чи продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством.

Диверсифікація інвестицій – вид інвестиційної стратегії компанії (фірми), спрямованої на розширення або зміну її інвестиційної діяльності. Розрізняють галузеву, регіональну та інші форми диверсифікації інвестицій.

Дивіденд, дивідендний дохід – частина прибутку акціонерного товариства, яка щорічно (або з іншою періодичністю) розподіляється між акціонерами відповідно до кількості і виду акцій, що перебувають в їх володінні.

Дисконтна ставка – ставка відсотка, за якою майбутня вартість грошей приводиться до їх реальної вартості, тобто за якою здійснюється процес дисконтування.

Дисконтування – метод приведення майбутньої вартості грошей до їх вартості в поточному періоді (до реальної вартості грошей).

Довгострокові активи – матеріальні та нематеріальні активи компанії з періодом використання більше одного року. До довгострокових активів належать основні фонди, незавершені капітальні вкладення, довгострокові фінансові вкладення в усіх формах та інші аналогічні активи.

Довгострокові пасиви – усі види залучених засобів з терміном погашення основної суми боргу понад один рік.

E

Емісія – випуск в обіг грошових знаків та цінних паперів.

Ефективність інвестиційного портфеля – характеристика інвестиційного портфеля (як правило, портфеля цінних паперів) за критеріями поточної доходності чи зростання капіталу за будь-якого рівня ризику.

Ефективність реальних інвестицій – поняття, що характеризує різні аспекти доходності інвестицій. Для оцінювання ефективності реальних інвестицій використовуються чотири основні показники: 1) чистий приведений доход; 2) індекс доходності; 3) період окупності; 4) внутрішня норма доходності.

Ж

Життєвий цикл галузі — загальний період часу від початку зародження галузі до завершення її існування (у разі випуску продукції, на яку істотно вплинув науково-технічний прогрес) або до вступу в остаточну зрілість (у разі випуску продукції, потреба в якій стабільна). У теорії життєвого циклу галузей розрізняють, як правило, п'ять основних стадій: 1) «народження»; 2) «зростання»; 3) «розширення»; 4) «зрілість»; 5) «спад», або «остаточна зрілість». В інвестиційному менеджменті визначення стадії життєвого циклу галузі пов'язане з оцінюванням інвестиційної привабливості окремих об'єктів реального чи фінансового інвестування, яке необхідне також у процесі галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності.

Життєвий цикл інвестицій — загальний період часу від початку вкладення засобів у реальний інвестиційний проект до наступного вагомому інвестування в діючий об'єкт. Як правило, життєвий цикл інвестицій розподіляють на два основні періоди: 1) інвестування до початку експлуатації об'єкта; 2) експлуатації нового об'єкта до початку наступного суттєвого інвестування в його реконструкцію або технічне переустаткування.

Життєвий цикл компанії (фірми) — загальний період часу від початку діяльності компанії (фірми) до природного припинення її існування або відродження на новій основі (з новим складом власників і керівного персоналу, з принципово новою продукцією, технологією та ін.). У теорії життєвого циклу компанії (фірми) розрізняють шість основних стадій: 1) «народження»; 2) «дитинство»; 3) «юність»; 4) «рання зрілість»; 5) «остаточна зрілість»; 6) «старіння». В інвестиційному менеджменті визначення стадії життєвого циклу компанії (фірми) необхідне для оцінювання її інвестиційної привабливості чи інвестиційних якостей цінних паперів (акцій), що імітуються.

З

Залишкова вартість основних виробничих фондів на акцію — відношення залишкової вартості основних виробничих фондів до загальної кількості акцій.

Залучені джерела формування інвестиційних ресурсів – залучені на кредитній основі кошти для реалізації інвестиційного портфеля та інше майно. До основних видів залучених джерел формування інвестиційних ресурсів належать довгострокові кредити банків; засоби, отримані від емісії облігацій; майно, залучене на основі інвестиційного лізингу та селенгу.

Зовнішні джерела формування інвестиційних ресурсів – позикові та залучені джерела фінансування інвестиційних програм (проектів).

I *Інвестиції* – усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що розміщуються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності з метою одержання прибутку або досягнення соціального ефекту.

Інвестиції з фіксованим доходом — вкладення капіталу в об'єкти інвестування з попередньо передбаченою фіксованою ставкою доходності. До таких об'єктів інвестування належать купонні облігації, ощадні сертифікати, привілейовані акції та ін.

Інвестиційна декларація – складова статуту інвестиційного фонду, в якій визначено основні напрямки й обмеження його діяльності, порядок випуску, продажу та викупу інвестиційних сертифікатів, а також інші питання діяльності фонду.

Інвестиційна діяльність – сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій.

Інвестиційна інфраструктура – найважливіші галузі економіки, заклади й засоби, які безпосередньо забезпечують процес безперебійного здійснення інвестицій.

Інвестиційна компанія – торговець цінними паперами, який, крім ведення інших видів діяльності, може залучати засоби для здійснення спільного інвестування шляхом емісії та розміщення цінних паперів.

Інвестиційна привабливість галузей – інтегральна характеристика окремих галузей економіки з позиції перспективності розвитку, доходності інвестицій та рівня інвестиційних ризиків. Інвестиційна привабливість окремих галузей оцінюється під час розробки інвестиційної стратегії компанії (фірми) та галузевої диверсифікації її інвестиційного портфеля.

Інвестиційна привабливість регіонів – інтегральна характеристика окремих регіонів країни з позиції інвестиційного клімату, рівня розвитку інвестиційної інфраструктури, можливостей залучення інвестиційних ресурсів та інших факторів, які істотно впливають на формування доходності інвестицій та інвестиційних ризиків.

Інвестиційна привабливість окремих регіонів оцінюється під час розробки інвестиційної стратегії компанії (фірми) і регіональної диверсифікації її інвестиційного портфеля.

Інвестиційна програма компанії – інвестиційна програма як відособлена частина інвестиційного портфеля компанії (фірми), сформована за галузевою, регіональною чи іншими ознаками з метою зручності управління. Інвестиційна програма включає ряд інвестиційних проектів (наприклад, інвестиційна програма житлового будівництва, переробки сільськогосподарської продукції, створення соціальної інфраструктури та ін.).

Інвестиційна стратегія – формування системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності компанії (фірми) і добір найефективніших шляхів їх досягнення.

Інвестиційний банк – банк, який спеціалізується на фінансуванні інвестиційної діяльності своїх клієнтів шляхом надання їм довгострокових кредитів (позик).

Інвестиційний клімат країни – система правових, економічних і соціальних умов інвестиційної діяльності в країні, які значно впливають на доходність інвестицій і рівень інвестиційних ризиків.

Інвестиційний менеджмент – процес управління всіма аспектами інвестиційної діяльності суб'єкта підприємництва.

Інвестиційний портфель – сформований компанією перелік об'єктів реального та фінансового інвестування з урахуванням її інвестиційних цілей.

Інвестиційний проект – об'єкт реального інвестування, який намічається до реалізації у формі придбання, нового будівництва, розширення, реконструкції тощо на основі розгляду й оцінювання бізнес-плану.

Інвестиційний ризик – імовірність виникнення непередбачуваних фінансових втрат (у формі зниження або повної втрати доходів, утрати капіталу тощо) у ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності.

Інвестиційний ринок – сукупність інвестиційних відносин між продавцями й покупцями інвестиційних товарів і послуг, а також об'єктів інвестування в усіх його формах.

Інвестиційний фонд – юридична особа, заснована у формі акціонерного товариства, яка здійснює діяльність виключно у сфері спільного інвестування. Інвестиційні фонди поділяються на відкриті і закриті.

Інвестиційні якості цінних паперів – інтегральна характеристика

окремих видів цінних паперів з позиції їх доходності, ризику та ліквідності.

Інвестор – суб'єкт інвестиційної діяльності, який приймає рішення та здійснює вкладення власних, позичених і залучених майнових та інтелектуальних ресурсів у об'єкти інвестування.

Індексація основних фондів – переоцінювання основних фондів, яке періодично проводиться з метою доведення їх початкової вартості до поточної ринкової (відновної) вартості.

Індивідуальний інвестор – окрема юридична особа, яка самостійно (без посередників) здійснює інвестиційну діяльність.

Інноваційні інвестиції – одна з форм інвестування, що здійснюється з метою впровадження досягнень науково-технічного прогресу у виробництво та соціальну сферу.

Іноземні інвестиції – усі види цінностей, які вкладаються в об'єкти інвестиційної діяльності на території даної країни.

Інституційний інвестор – фінансовий посередник, який акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність, спеціалізовану, як правило, на операціях із цінними паперами.

Інструменти фондового ринку – інструменти, за допомогою яких здійснюються операції на фондовому ринку. До основних інструментів фондового ринку належать облігації, ощадні сертифікати, опціони, ф'ючерсні контракти, інвестиційні сертифікати.

Інфляційна премія – додатковий доход, який виплачується інвестору з метою відшкодування його втрат від знецінення грошей внаслідок інфляції. Рівень цього доходу прирівнюється до темпу інфляції в періоді, що розглядається.

Інфляція – постійне перевищення темпів росту грошової маси над товарною, внаслідок чого відбувається переповнювання каналів обігу грошима, що супроводжується їх обезцінюванням і ростом цін. Інфляція має негативний вплив на інвестиційну активність.

Іпотека – залог землі та нерухомого майна з метою забезпечення зобов'язань.

Іпотечний банк – банк, який спеціалізується на наданні іпотечного кредиту, перепродажу іпотек та інших послуг, пов'язаних з операціями іпотеки.

К

Капітал – основний вид інвестиційних ресурсів у формі матеріальних і грошових ресурсів, різних видів фінансових інструментів. У вузькому значенні – активи компанії (фірми) без

зобов'язань (заборгованості).

Капіталізація – перетворення засобів у капітал. В інвестиційній діяльності найпоширенішими операціями капіталізації є капіталізація частини чистого прибутку, капіталізація дивідендів, капіталізація депозитного процента і т. ін.

Капіталовіддача – відношення річного обсягу продукції до статутного фонду.

Капіталоозброєність – відношення статутного фонду до кількості працівників.

Капітальні вкладення – інвестиції у відновлення основних фондів і на приріст матеріально-виробничих запасів. Капітальні вкладення здійснюються у формі нового будівництва, розширення, реконструкції та технічного переустаткування.

Кваліфікаційна іноземна інвестиція – іноземна інвестиція встановленого розміру, що займає певну долю в статутному капіталі сумісного підприємства.

Консервативна інвестиційна політика – політика інвестування, спрямована на мінімізацію інвестиційного ризику при помірному рівні інвестиційного доходу.

Консервативний інвестиційний портфель – інвестиційний портфель, який включає цінні папери та інші фінансові інструменти, сформований за критерієм мінімізації ризиків.

Коефіцієнт автономії — один з основних показників, що характеризує фінансову стійкість компанії (фірми). Він визначається шляхом ділення суми власного капіталу на суму всіх використовуваних засобів. Чим більше значення цього коефіцієнта, тим вища фінансова стійкість компанії (фірми).

Коефіцієнт довгострокової заборгованості – важливий показник оцінювання фінансової стійкості підприємства (фірми), що характеризує відношення суми довгострокової (понад рік) заборгованості до загальної суми всіх використовуваних ним коштів.

Коефіцієнт капіталізації – відношення активів до статутного фонду.

Коефіцієнт ліквідності – відношення активів до кредиторської заборгованості.

Коефіцієнт обіговості активів – відношення річного обсягу продукції до активів.

Коефіцієнт обіговості кредиторської заборгованості – відношення річного обсягу продукції до кредиторської заборгованості.

Контрольний пакет акцій – кількість акцій, які дають інвестору право здійснювати фактичний контроль над акціонерною компанією.

Кон'юнктура – сукупність факторів, що характеризують стан якого-небудь процесу, діяльності, явища.

Кон'юнктура інвестиційного ринку – система факторів, що характеризує поточний стан попиту, пропозиції, цін і рівня конкуренції на інвестиційні проекти й послуги, а також об'єкти інвестування в усіх його формах.

Кон'юнктурний цикл – період часу, протягом якого послідовно змінюються всі стадії кон'юнктури інвестиційного ринку. Кон'юнктурний цикл поділяється на чотири стадії кон'юнктури: 1) піднесення кон'юнктури; 2) кон'юнктурний бум; 3) послаблення кон'юнктури; 4) кон'юнктурний спад.

Короткострокові інвестиції – форма вкладення капіталу терміном до одного року. До них належать придбання короткострокових облігацій, короткострокових депозитних сертифікатів, розміщення коштів на депозитному вкладі та інші короткострокові фінансові вкладення.

Кредитний процент – сума, що виплачується одержувачем кредиту за користування позичковими коштами відповідно до встановленої ставки процента.

Крива інвестицій – графічне зображення залежності попиту на інвестиції від різних факторів: питомої ваги заощаджень у доходах; очікуваної норми прибутковості інвестицій; ставки позичкового процента; темпів інфляції та ін.

Л

Лізинг – довгострокова форма оренди машин і устаткування, що одночасно використовується як одне з джерел формування інвестиційних ресурсів.

Ліквідаційна вартість активів – ціна продажу повністю амортизованих активів (машин, механізмів, устаткування тощо) у разі їх заміни на нові.

Ліквідність – здатність активів використовуватися як безпосередні засоби платежу або бути готовими до швидкого перетворення на грошову форму без утрати своєї поточної вартості.

Ліквідність інвестицій – здатність об'єктів інвестування бути реалізованими протягом короткого періоду часу без утрати своєї реальної вартості.

М

Методи фінансування інвестицій – принципові підходи до фінансування окремих інвестиційних проектів або програм. До основних методів фінансування інвестицій належать: 1) повне самофінансування; 2) акціонування; 3) кредитне фінансування; 4) лізинг і селенг; 5) змішане фінансування.

Модель Гордона – формула для оцінки поточної ринкової вартості акцій з дивідендами, що постійно підвищуються. Вона являє собою нову вартість останнього оплаченого дивіденду, поділену на норму поточної доходності акцій даного типу за відрахування темпу приросту дивідендів.

Модель Дюпона – рівняння, яке становить основу Дюпоновської системи фінансового аналізу, згідно з яким прибутковість активів, що використовуються дорівнює добутку прибутковості товарообороту (продаж) і оберненості активів.

Моніторинг інвестиційного ринку – механізм здійснення підприємством (фірмою) постійного спостереження макроекономічних факторів розвитку інвестиційного ринку й окремих його сегментів з метою оцінювання інвестиційного клімату та його поточної кон'юнктури.

Моніторинг реалізації інвестиційних проектів – механізм здійснення постійного спостереження за важливими поточними результатами реалізації всіх інвестиційних проектів підприємства (фірми) в умовах кон'юнктури інвестиційного ринку, що постійно змінюється.

Мультиплікатор інвестиційних витрат – коефіцієнт, який показує, у скільки разів сума приросту національного доходу перевищує суму приросту чистих інвестицій в економіку країни. Модель такого мультиплікатора розробив Д. Кейнс.

Н

Нарощування – метод приведення теперішньої вартості грошей до їх вартості в попередньому періоді, який використовується для оцінювання майбутньої вартості інвестицій.

Незбалансований інвестиційний портфель – портфель, що складається з інвестиційних проектів та фінансових інструментів, які переважно не відповідають меті його формування чи фінансовим ресурсам.

Неплатоспроможність – нездатність компанії (фірми) сплатити у визначений термін за своїми зобов'язаннями.

О

Облігація – один з видів цінних паперів, який свідчить про внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання сплатувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачені в облігації терміни з виплатою фіксованого процента.

Об'єкти інвестування – реальні інвестиційні проекти, об'єкти нерухомості, різноманітні фінансові інструменти (насамперед, інструменти фондового ринку), які є предметом інвестування.

Оборотність активів – показник, що характеризує кількість оборотних активів компанії (фірми) у періоді, який розглядається.

Окупність інвестицій – процес повернення вкладених інвестиційних засобів через одержаний прибуток, амортизацію.

Оперативне управління інвестиційним портфелем – система заходів щодо реалізації включених у портфель інвестиційних проектів, моніторингу ефективності окремих об'єктів реального й фінансового інвестування та підготовки рішень про поточне коригування портфеля (шляхом «виходу» з окремих інвестиційних програм і продажу окремих фондових інструментів).

Оптимізація інвестиційного портфеля – формування портфеля реальних і фінансових інвестицій за обраним інвестором критерієм співвідношення доходності, ризику та ліквідності з використанням “портфельної теорії”.

Опціон – вид біржової угоди з премією, яка сплачується за право продавати або купувати в терміни передбачені опціонним контрактом строку дії цінного папера, реальний товар або ф'ючерсний контракт в обумовленій кількості за раніше оговореною ціною.

П

Пасиви – запозичені грошові кошти, що використовуються компанією (фірмою) для фінансування своєї діяльності.

Період окупності – показник ефективності інвестицій, який характеризує термін, протягом якого вони окуповуються повністю. Цей показник розраховується шляхом ділення загальної суми інвестицій на середньорічний грошовий потік, приведений до реальної вартості.

Показник поточної ліквідності – основний показник ліквідності активів компанії (фірми), який характеризує відношення всіх поточних активів до всіх поточних зобов'язань.

Премія за ліквідність – додатковий дохід, який виплачується (чи передбачений до виплати) інвестору з метою відшкодування його ризиків, пов'язаних з низькою ліквідністю об'єктів інвестування. Розмір

премії залежить від рівня ліквідності інвестицій.

Портфель доходу – інвестиційний портфель, який сформовано за критерієм максималізації поточного доходу незалежно від показників росту капіталу та рівня ризику.

“Портфельна теорія” – теорія інвестиційного менеджменту, заснована на статистичних методах визначення оптимальності формованого інвестиційного портфеля за обраним критерієм співвідношення доходності і ризику. Ця теорія включає такі основні розділи: 1) оцінка інвестиційних якостей об’єктів інвестування; 2) формування інвестиційних рішень; 3) оптимізація портфеля; 4) сукупна оцінка портфеля за співвідношенням доходності і ризику.

Портфель цінних паперів – частина сукупного інвестиційного портфеля компанії, що складається з придбаних фондових інструментів (акцій, облігацій, сертифікатів і т.п.).

Премія за ризик – додатковий дохід, який виплачується (чи передбачений до виплати) інвестору понад безризикового рівня інвестицій. Розмір премії залежить від рівня ризику й визначається за допомогою моделі «лінії надійності ринку».

Прибутковість інвестицій — показник, що характеризує відношення середньорічної суми чистого прибутку до обсягу інвестицій. Він показує роль прибутку у формуванні загальної доходності інвестицій.

Прибутковість капіталу – показник, який характеризує відношення суми чистого прибутку у визначеному періоді до середньої вартості власного капіталу в цьому ж періоді.

Прибуток на акцію – відношення річного балансового прибутку до загальної кількості акцій.

Приватні інвестиції – вкладення засобів, які здійснюються громадянами, а також компаніями (фірмами) недержавних форм власності.

Прямі інвестиції – інвестиції, за якими вкладення капіталу в об’єкти інвестування здійснюється інвестором самостійно, без допомоги фінансових посередників.

P

Реальна ставка процента – ставка процента, яка встановлюється з урахуванням зміни купівельної спроможності грошей у зв'язку з інфляцією.

Реальні інвестиції – вкладення коштів у реальні матеріальні й нематеріальні (інноваційного характеру) активи.

Реінвестування – переміщення капіталу з одних активів у інші, ефективніші.

Рентабельність активів – відношення річного балансового прибутку до вартості активів підприємства.

Рентабельність акціонерного капіталу – відношення річного балансового прибутку до суми статутного фонду.

Рентабельність продаж – відношення балансового прибутку до річного обсягу продажу.

Ризик утрати доходу – один з рівнів ризику, який називається «критичним»; його критерієм є можливість утрати очікуваної суми валового доходу за об'єктом інвестування, що розглядається.

Ризик утрати капіталу – найвищий рівень ризику, який називається «катастрофічним»; його критерієм є можливість утрати всіх власних активів у результаті банкрутства.

Ризик утрати прибутку – рівень ризику, який називається «допустимим»; його критерієм є можливість утрати очікуваного чистого прибутку.

Ризик інфляції – ризик, пов'язаний зі знеціненням доходу від інвестицій у зв'язку з інфляцією. В умовах прогнозування цього виду ризику інвестор може вимагати додаткового доходу у вигляді інфляційної премії.

Ризик ліквідності – особлива форма ризику, пов'язана з низькою ліквідністю об'єктів інвестування чи з тривалим періодом інвестиційного процесу. За наявності такого ризику інвестор може вимагати додаткового доходу у вигляді премії за ліквідність.

Ризиковий капітал – особлива форма вкладення капіталу з високим рівнем ризику в розрахунку на швидке одержання високої норми доходу. Компанії (фірми) – об'єкти такого інвестування – називаються «венчурними» (ризиковими).

Ризиковий портфель – агресивний інвестиційний портфель з високим загальним рівнем ризику за ним.

Ринок капіталу – сегмент фінансового ринку, на якому продаються-купуються кредитні ресурси та окремі частки капіталу акціонерних товариств з терміном більше одного року.

Ринок цінних паперів (фондовий ринок) – сегмент інвестиційного ринку, на якому продаються-купуються цінні папери. Розрізняють організований (фондова біржа) та неорганізований (“вуличний”) ринок цінних паперів.

Ринкова ціна – ціна, що складається на ринку (в тому числі

інвестиційному) в умовах вільного ціноутворення під безпосереднім впливом попиту і пропозиції.

С *Санація* – система заходів, спрямованих на попередження банкрутства компанії (фірми) у разі її неплатоспроможності.

Селенг – один з видів залучених джерел фінансування інвестицій, який передбачає передання власникам (юридичним та фізичним особам) прав використання й розпорядження їх майном за визначену плату. Таким майном можуть бути будівлі, споруди, устаткування, сировина, матеріали, кошти, цінні папери, а також продукти інтелектуальної праці.

Систематичний (ринковий) ризик – ризик, пов'язаний зі змінами інвестиційного клімату в країні, кон'юнктури інвестиційного ринку. Він виникає для всіх учасників інвестиційної діяльності і форм інвестування.

Співвідношення ризику й доходу – показник, що співвідносить рівень інвестиційного ризику й інвестиційного доходу та вимірюється за допомогою коефіцієнта варіації й моделі «лінії надійності ринку». Використовується при оцінюванні та формуванні інвестиційного портфеля чи окремих інвестиційних проектів.

Спільне інвестування – діяльність, яка здійснюється в інтересах і за рахунок засновників і учасників інвестиційного фонду (частково – інвестиційною компанією) шляхом випуску інвестиційних сертифікатів і проведення комерційної діяльності із цінними паперами.

Спеціальна (вільна) економічна зона – територія, в межах якої відповідним законодавством установлюється та діє сприятливий для учасників інвестиційної діяльності спеціальний правовий режим.

Стагфляція – стан економіки країни, який характеризується поєднанням економічної кризи (падіння темпів виробництва) з високим рівнем інфляції. Період стагфляції є найбільш несприятливим для інвестиційної діяльності.

Страхування – вид діяльності, заснований на залученні коштів юридичних та фізичних осіб, які використовуються для грошового відшкодування отриманих ними збитків при наявності страхового випадку у відповідності до прийнятих зобов'язань.

Страхова сума – сума, на яку застрахувався інвестор за певним видом страхування.

Суб'єкти інвестиційної діяльності – сукупність фізичних і юридичних осіб – безпосередніх інвесторів і учасників інвестиційної

діяльності.

Т *Темп інфляції* – розмір обезцінюванням (зниження купівельної можливості) грошей у певному періоді, що виражається в процентах до їх номіналу на початок періоду.

Тендер – різновид торгів, у тому числі міжнародних, об'єктами яких є підряди на будівництво окремих реальних інвестиційних проектів, виконання комплексів і окремих видів будівельно-монтажних робіт, виконання комплексу пусконаладжувальних робіт, постачання комплексного технологічного устаткування, об'єкти приватизації, концесії на розробку родовищ корисних копалин і т. ін.

Теперішня вартість грошей – вартість грошей у поточному періоді в разі їх зворотного перерахунку з майбутньої вартості. В інвестиційній діяльності розрахунок теперішньої вартості грошей здійснюється при оцінюванні майбутніх доходів від інвестицій і в деяких інших випадках.

Точка (поріг) беззбитковості – графічне зображення стану господарської діяльності компанії (фірми), що показує, при якому обсязі цієї діяльності чистий дохід від реалізації продукції (товарів, послуг) дорівнює сумі поточних постійних і змінних затрат (тобто досягається беззбиткова діяльність).

У *Учасники інвестиційної діяльності* – фізичні та юридичні особи, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень чи на основі доручення інвестора.

Учасники інвестиційної діяльності – громадяни та юридичні особи, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора.

Ф *Фінансова стабільність* – стабільність фінансового стану компанії (фірми) у довгостроковій перспективі, яка визначається високою часткою власного капіталу в загальній сумі джерел фінансових засобів.

Фінансові інвестиції – вкладення засобів у різноманітні фінансові інструменти (активи), серед яких найбільш значну частину становлять цінні папери.

Фінансові інструменти – об'єкти інвестування, які є різноманітними типами фінансових зобов'язань: депозитні вклади, ощадні сертифікати, акції, облігації, інвестиційні сертифікати і т. ін.

Фінансові посередники – інвестиційно-кредитні інститути, які

акумулюють кошти індивідуальних інвесторів і використовують їх для інвестування чи кредитування. Фінансові посередники поділяються на три інституційні групи: 1) інвестиційні; 2) банківські; 3) страхові. Інвестиційні інститути фінансових посередників представлені інвестиційними фондами, інвестиційними компаніями, трастовими компаніями (довірчими товариствами). Основні інвестиційні інститути – інвестиційні фонди та інвестиційні компанії – залучають грошові кошти шляхом випуску власних цінних паперів – інвестиційних сертифікатів.

Фінансування інвестицій – забезпечення інвестиційної діяльності необхідними коштами з різних джерел.

Фонд викупу – фонд, що формується шляхом регулярних відрахувань коштів, призначених для викупу в намічений термін раніше емітованих цінних паперів (облігацій, ощадних сертифікатів).

Фондова біржа – організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами.

Форми інвестицій – способи здійснення інвестицій в різні об'єкти. Розрізняють реальні й фінансові інвестиції, державні й приватні, прямі й непрямі, короткострокові й довгострокові.

Форс-мажор – термін, що характеризує обставини нездоланної сили (пожар, стихійні лиха, військові дії і т.п.), при наявності якої виконання зобов'язань за контрактом будь-яким контрагентом неможливе ні повністю, ні частково.

Ц

Цільовий інвестиційний прибуток – попередньо встановлений розмір чистого прибутку відносно вкладеного капіталу, який є критерієм оцінювання ефективності інвестицій.

Цінні папери – грошові документи, які підтверджують право володіння або відносини позики, визначають відносини між емітентом і власником з виплатою доходу у вигляді дивідендів і процента.

Ч

Чисті активи на акцію – відношення суми статутного фонду, дебіторської заборгованості й річного балансового прибутку до загальної кількості акцій.

Чисті інвестиції – сума валових інвестицій, зменшена на суму амортизаційних відрахувань у даному періоді.

Чистий приведений дохід – визначається як різниця між приведеними до теперішньої вартості грошових потоків за весь період експлуатації інвестиційного проекту і сумою інвестованих у нього коштів.

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ

Основна

1. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента: в 2-х т. / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр: Эльга, 2001. – Т. 1 – 536 с.; Т. 2 – 512 с.
2. Гриньова В.М. Інвестиційний менеджмент: Навчальний посібник / В.М. Гриньова, В.О. Коюда, Т.І. Лепейко, О.П. Коюда, Ю.М. Великий. – Харків: ВД «ІНЖЕК», 2005. – 664 с.
3. Гуторов О.І. Інвестування: Навчальний посібник / О.І. Гуторов. Харк. нац. аграр. ун-т. – Х., 2003. – 293 с.
4. Інвестування: Навчальний посібник / В.М. Гриньова, В.О. Коюда, Т.І. Лепейко, О.П. Коюда, Ю.М. Великий / під заг. ред. докт. екон. наук, проф. В.М. Гриньової. – 2-ге вид., допрац. і доп. – Харків: ВД „ІНЖЕК”, 2004. – 404 с.
5. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. / В.В. Ковальов. – 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 512 с.
6. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: Навчальний посібник. / Т.В. Майорова. – К.: «Центр навчальної літератури», 2004. – 376 с.
7. Пономаренко В.С. Реальне інвестування суб'єктів господарювання: Навч. посібн. / В.С. Пономаренко, О.М. Ястремська. – Харків: ХДЕУ, 2000. – 168 с.
8. Портфельне інвестування: навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
9. Черваньов Д.М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: Навч. посібн. / Д.М. Черваньов. – К.: Знання-Прес, 2003. – 622 с.
10. Управление инвестициями: В 2-х томах / Под ред. В.В. Шеремета. – М.: Высш. школа, 1998. – Т. 1 – 416 с.; Т. 2 – 512 с.

Додаткова

11. Закон України „Про інвестиційну діяльність” // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – №47. – С. 1351 – 1359.
12. Закон України „Про іноземні інвестиції” // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 26. – С. 818 – 832.
13. Закон України „Про цінні папери та фондову біржу” // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – №38. – С. 1069 – 1083.
14. Бень Т.Г. Інтегральна оцінка фінансового стану підприємства / Т.Г. Бень, С.Б. Довбня // Фінанси України. – 2002. – №6. – С. 53 – 60.

15. Бирман Г. Экономический анализ инвестиционных проектов / Г. Бирман, С. Шмідт /: Пер. с англ. / Под ред. Л.П. Белых. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 632 с.
16. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент. / В.В. Бочаров. – К.; СПб.: Изд. «Питер», 2000. – 160 с.
17. Гончаров А.Б. Инвестирование: учебное пособие для самостоятельного изучения дисциплины. / А.Б. Гончаров. – Харьков: ИД «ИНЖЭК», 2003. – 352 с.
18. Гриньова В.М. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності: Монографія // В.М. Гриньова, В.О. Коюда, Т.І. Лепейко, О.П. Коюда; / За заг. ред. В.М. Гриньової – Харків: Вид. ХДЕУ, 2002. – 464 с.
19. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. / Ю.Ф. Касимов. – М.: ИИД «Филинь», 1998. – 144 с.
20. Кныш М.И. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности: Учебное пособие. / М.И. Кныш. – СПб.: Изд. Дом «Бизнес-пресса», 1998. – 316 с.
21. Кононенко О. Налоги и бухгалтерский учет. / О. Кононенко. – Харьков: Фактор, 2000. – 96 с.
22. Коюда О.П. Визначення інвестиційної привабливості підприємств / О.П. Коюда // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2003 - Вип. 175. – С. 154 – 162.
23. Коюда П.М. Оцінка інвестиційної привабливості / П.М. Коюда, О.П. Коюда // Актуальні проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: Збірник наукових статей. – Харків: Фінарт, 2002. – С. 349 – 351.
24. Мелкумов Я.С. Экономическая оценка эффективности инвестиции и финансирование инвестиционных проектов. / Я.С. Мелкумов. – М.: ИКС «ДИС», 1997. – 160 с.
25. Обушна Н.І. Державне регулювання прямих іноземних інвестицій¹ в Україні : монографія / Н.І. Обушна, Т.В. Мацибора. – К.: ННЦ ІАЕ, 2012. – 338 с.
26. Пересада А.А. Основы инвестиционной деятельности. / А.А. Пересада. – К.: Изд. «Либра ООО», 1996. – 344 с.
27. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. / Ф. Фабоцци. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
28. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.

Гуторов Олександр Іванович

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

КУРС ЛЕКЦІЙ

Редактори

Коректори

Комп'ютерний набір і верстка

О.І. Гуторов

Підп. до друку . Формат 60x84/16. Гарнітура Таймс. Друк офсет.
Обсяг ум.-друк. арк.; обл.-вид.арк. Тираж 100. Замовлення

Редакційно-видавничий відділ

Харківського національного аграрного університету ім.. В.В Докучаєва.
62483, Харківська обл., п/в «Комуніст–1», навч. містечко ХНАУ, тел. 99-72-70

Видавництво

Дільниця оперативного друку ХНАУ, тел. 99-70-80