

Волинський національний університет імені Лесі Українки

Лариса Черчик

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

Луцьк-2023

УДК 338.45; 658.8:330.322.12

Ч 50

Рекомендовано до друку науково-методичною радою Волинського національного університету імені Лесі Українки (протокол № _____ р.)

Рецензенти:

Вавдіюк Н. С., д.е.н., професор, завідувач кафедри менеджменту, Луцький національний технічний університет;

Карлін М. І., д.е.н., професор кафедри фінансів, Волинський національний університету імені Лесі Українки.

Черчик Л.М.

Ч 50 Інвестиційний менеджмент : конспект лекцій. Луцьк : ВНУ імені Лесі Українки, 2023. 171 с.

Курс лекцій розкриває сутність, роль та засади інвестиційного менеджменту, складові інвестиційної діяльності та особливості інвестиційного середовища, види інвестиційних ресурсів та основи політики їх формування, специфіку управління реальними та фінансовими інвестиціями.

Значну увагу приділено технологіям обґрунтування інвестиційної стратегії, формування та реструктуризації інвестиційного портфелю.

Рекомендовано для підготовки магістрів галузей знань 05 Соціальні та поведінкові науки спеціальності 051 Економіка та 07 Управління та адміністрування.

УДК 338.45; 658.8:330.322.12

© Черчик Л.М., 2023

© Волинський національний університет імені Лесі Українки, 2023

ЗМІСТ

Передмова	6
Тема 1. Інвестиції, інвестиційна діяльність та основи інвестиційного менеджменту	7
1.1. Сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств. Класифікація інвестицій	7
1.2. Сутність, об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності підприємства. Інвестиційний цикл та інвестиційний процес	10
1.3. Державне регулювання інвестиційної діяльності	15
1.4. Методологічні основи інвестиційного менеджменту	20
Питання для самоконтролю	25
Тема 2. Методологічні засади та методичний інструментарій інвестиційного менеджменту	26
2.1. Концепція зміни вартості грошей у часі під час здійснення інвестиційної діяльності	26
2.2. Методичний інструментарій визначення майбутньої і теперішньої вартості чистого грошового потоку	29
2.3. Інфляція та її вплив на результати інвестиційної діяльності	30
2.4. Поняття та класифікація інвестиційних ризиків	33
2.5. Оцінка ліквідності інвестицій	36
Питання для самоконтролю	37
Тема 3. Оцінка та прогнозування розвитку інвестиційного ринку	38
3.1. Поняття інвестиційного ринку, його види та сегменти	38
3.2. Кон'юнктура інвестиційного ринку, методи її аналізу та прогнозування	42
3.3. Поняття інвестиційної привабливості регіону, сектора економіки, підприємства та методичні засади її дослідження	44
Питання для самоконтролю	48
Тема 4. Інвестиційна стратегія підприємства	49
4.1. Поняття інвестиційної стратегії підприємства	49
4.2. Основні етапи процесу формування інвестиційної стратегії	54
4.3. Оцінка інвестиційної стратегії	56
Питання для самоконтролю	58

Тема 5. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства	59
5.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства та їх класифікація	59
5.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства	64
5.3. Методи фінансування інвестиційної діяльності	68
5.4. Методи розрахунку загальної потреби в інвестиційних ресурсах	72
5.5. Методи оптимізації структури інвестиційних ресурсів	74
Питання для самоконтролю	77
Тема 6. Управління реальними інвестиціями підприємства	68
6.1. Економічна сутність реальних інвестицій	68
6.2. Форми реальних інвестицій і особливості управління ними	69
6.3. Політика управління реальними інвестиціями підприємства	82
6.4. Об'єкти реальних інвестицій та їх оцінка	85
Питання для самоконтролю	87
Тема 7. Інвестиційний проект	90
7.1. Сутність і класифікація інвестиційних проектів	90
7.2. Життєвий цикл інвестиційного проекту	92
7.3. Витрати та вигоди інвестиційного проекту	94
7.4. Структура та порядок розробки інвестиційного проекту	97
7.5. Оцінка фінансової спроможності проекту	98
7.6. Зміст і порядок розроблення бізнес-плану інвестиційного проекту	100
Питання для самоконтролю	104
Тема 8. Правила прийняття інвестиційних рішень	105
8.1. Способи та методи прийняття інвестиційних рішень	105
8.2. Проектні ризики та методи управління ними	109
8.3. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів	112
8.4. Управління реалізацією реальних інвестиційних проектів	116
Питання для самоконтролю	118
Тема 9. Особливості управління інноваційними інвестиціями підприємства	119
9.1. Економічна сутність інновацій та інноваційного процесу	119
9.2. Сутність та форми інноваційних інвестицій	122
9.3. Джерела фінансування інноваційних інвестицій	125
Питання для самоконтролю	129

Тема 10. Управління фінансовими інвестиціями підприємства	131
10.1. Сутність та особливості управління фінансовими інвестиціями	131
10.2. Характеристика основних форм фінансових інвестицій підприємства	136
10.3. Методичні підходи до оцінки доцільності фінансових інвестицій	140
Питання для самоконтролю	146
Тема 11. Управління портфелем фінансових інвестицій підприємства	147
11.1. Мета і завдання управління портфелем фінансових інвестицій підприємства	147
11.2. Типи портфелів фінансових інвестицій	150
11.3. Формування портфелю фінансових інвестицій підприємства	153
11.4. Оперативне управління реструктуризацією портфелю фінансових інвестицій підприємства	157
Питання для самоконтролю	164
Перелік контрольних питань	166
Список використаних джерел	169

ПЕРЕДМОВА

В умовах переходу до ринкової економіки, інтеграції в світове співтовариство поживається та набуває нової якості інвестиційна діяльність, тому є потреба у формуванні навиків з ідентифікації, підготовки та реалізації рішень щодо ефективного використання ресурсів, в опануванні світового досвіду обґрунтування та реалізації інвестицій, відображеному в новому науковому напрямку – інвестиційному менеджменті.

Інвестиційний менеджмент – це сукупність методів і прийомів, за допомогою яких можна обґрунтувати, визначити умови успішної реалізації інвестицій, розв'язати проблему вибору найкращого варіанту інвестування; це інструмент управління будь-яким розвитком.

Предметом вивчення ОК є система принципів та методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних із здійсненням різних аспектів інвестиційної діяльності.

Метою викладання ОК «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.

Основними завданнями вивчення ОК «Інвестиційний менеджмент» є:

- ознайомити здобувачів освіти із сутністю та теоретичними засадами інвестиційної діяльності; навчити правильно застосовувати методичний інвестиційний інструментарій;
- сформулювати теоретичну та методологічну базу, необхідну для подальшого оволодіння практикою фінансового, реального, інноваційного та іноземного інвестування;
- виробити вміння опрацювати та аналізувати доцільність реалізації інвестиційних проектів в умовах невизначеності;
- правильно визначати методи фінансування інвестиційної діяльності та напрямки державного регулювання інвестиційної діяльності.

ТЕМА 1. ІНВЕСТИЦІЇ, ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ ТА ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

1.1. Сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств.
Класифікація інвестицій.

1.2. Сутність, об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності підприємства.
Інвестиційний цикл та інвестиційний процес.

1.3. Державне регулювання інвестиційної діяльності.

1.4. Методологічні основи інвестиційного менеджменту.

Ключові слова: інвестиції, інвестиційна діяльність підприємства, об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності підприємства, інвестиційний цикл, інвестиційний процес, державна інвестиційна політика, державне регулювання інвестиційної діяльності, інвестиційний менеджмент.

1.1. Сутність інвестицій та інвестиційної діяльності підприємств. Класифікація інвестицій

Термін “інвестиція” (від латинського “invest”) означає “вкласти”. За своєю сутністю та властивостями інвестиції можна розглядати як об'єкт управління, форму залучення капіталу в економічний процес, можливість використання нагромадженого капіталу в інших формах, джерело генерування ефекту підприємницької діяльності, об'єкт ринкових відносин, об'єкт власності та розпорядження, об'єкт надання переваги в часі, носій фактора ризику та ліквідності.

Існує низка визначень інвестицій, зокрема:

- у макроекономіці – це частина сукупних витрат, що складаються з витрат на нові засоби виробництва, інвестицій в житло, приросту товарних запасів. Тобто – це частина ВВП, яка не спожита в поточному періоді, і забезпечує приріст капіталу в економіці;

- у мікроекономіці – це процес створення нового капіталу (засоби виробництва, людський капітал);

- господарські операції, що передбачають придбання основних засобів, нематеріальних активів, корпоративних прав та/або цінних паперів в обмін на кошти або майно (Податковий кодекс);

- вкладення капіталу в усіх його формах в різноманітні об'єкти (інструменти) господарської діяльності з метою отримання прибутку, а також досягнення іншого економічного або позаекономічного ефекту, здійснення

якого базується на ринкових принципах і пов'язане з факторами часу, ризику та ліквідності (економіка підприємства);

- вкладення капіталу з метою подальшого його збільшення. При цьому приріст капіталу має бути таким, щоб компенсувати інвестору відмову від споживання в поточному періоді, забезпечити винагороду за ризик, відшкодувати збитки від інфляції;

- усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, внаслідок чого створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект (ЗУ “Про інвестиційну діяльність”).

Інвестиції згідно з українським законодавством можуть існувати в таких формах:

- грошовій (грошові засоби, цільові банківські вклади, паї та цінні папери),

- матеріальній (рухоме й нерухоме майно),

- майнових прав, зокрема, у формі інтелектуальних прав (авторське право, “ноу-хау”),

- прав користування природними ресурсами (землею, іншими ресурсами),

- сукупності технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок, досвіду та ін.

Залежно від інтересів суб'єктів, їхніх мотивів та стимулів в інвестиційній діяльності виділяють три основні форми інвестицій, а саме: меркантильні (власні кошти інвестора, пріоритетна мета отримання прибутку); некомерційні (мета – отримання соціального ефекту); асоційовані (спрямовуються на досягнення стратегічних пріоритетів).

Інвестиції формують відносини, пов'язані з довгостроковим авансуванням грошових, майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності, в їхні основні та оборотні фонди, а також у науково-технічний розвиток, якісне вдосконалення виробничої бази та освоєння випуску нових видів продукції від моменту авансування до реального відшкодування й одержання прибутку або соціального ефекту.

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

Чисті інвестиції – це сума валових інвестицій без суми амортизаційних відрахувань у певному періоді. Динаміка чистих інвестицій характеризує економічний розвиток суб'єкта.

Інвестиції в об'єкти підприємницької діяльності класифікуються за

певними ознаками.

1. За об'єктами вкладання коштів (майна): реальні – вкладання коштів (майна) у реальні активи – матеріальні та нематеріальні (іноді інвестиції в нематеріальні активи, що пов'язані з НТП, характеризують як інноваційні; фінансові – вкладання коштів у фінансові інструменти (активи), серед яких превалюють цінні папери.

2. За характером участі в інвестуванні: прямі – господарські операції, які передбачають внесення коштів або майна в статутний капітал (фонд) юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані юридичною особою. До прямих відносять такі інвестиції, що формують більше 10–25 % капіталу фірми та дають право на участь в управлінні підприємством; непрямі (портфельні) – придбання цінних паперів (ЦП) інвестиційних та фінансових посередників. Отримані кошти посередники вкладають у об'єкти інвестування, керують ними, а потім розподіляють одержаний прибуток між своїми клієнтами – інвесторами. Інвестор не бере участі в управлінні підприємством, а лише отримує дохід на ЦП.

3. За періодом інвестування: короткострокові (здійснюють на період до одного року: короткострокові депозитні вклади, короткострокові ощадні сертифікати; довгострокові (здійснюють на період понад рік. Великі інвестиційні компанії розподіляють їх на чотири види: до двох років; від двох до трьох років; від трьох до п'яти років; понад п'ять років).

4. За формами власності інвесторів: приватні – здійснюють фізичні особи, а також юридичні особи з приватним капіталом; державні – здійснюють державні та місцеві органи влади, державні (казенні) підприємства з бюджетних і позабюджетних фондів, власних і позичкових коштів; іноземні – здійснюють фізичні та юридичні особи іноземних держав; спільні – здійснюють суб'єкти певної держави та іноземних держав.

5. За регіональною ознакою: внутрішні – здійснюють в об'єкти інвестування в межах держави; іноземні – здійснюють в об'єкти інвестування поза межами країни, у т.ч. придбання іноземних фінансових інструментів – акцій іноземних компаній, облігацій інших держав та ін.

6. За сумісництвом вибору: альтернативні (є два й більше інвестпроекти з однаковими умовами вкладання інвестицій); взаємозалежні (відрізняються умовами інвестування й напрямками вкладання інвестицій).

7. За рівнем ризику: безризикові; низькоризикові; середньоризикові; високоризикові (спекулятивні).

1.2. Сутність, об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності підприємства. Інвестиційний цикл та інвестиційний процес

Інвестиційна діяльність (ІД) підприємства є одним із самостійних видів його господарської діяльності і найважливішою формою реалізації його економічних інтересів.

Інвестиційна діяльність підприємства – це цілеспрямований процес формування необхідних інвестиційних ресурсів, збалансований відповідно до обраних параметрів інвестиційної програми (інвестиційного портфелю) на основі вибору ефективних об'єктів (інструментів) інвестування та забезпечення їх реалізації. Інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій фізичних та юридичних осіб, держави щодо реалізації інвестицій з метою отримання прибутку і/або іншого корисного ефекту. Вона охоплює практично всі стадії і сфери капіталізації інвестиційного капіталу і є одним із видів діяльності підприємства.

Принципи ІД: добровільність, рівноправність інвесторів, захищеність інвестицій, свобода вибору критеріїв ІД, невтручання органів державної влади в управління ІД, яка не суперечить чинному законодавству (ЗУ „Про інвестиційну діяльність”).

Інвестиційна діяльність підприємства характеризується такими основними особливостями:

- забезпечує зростання розвитку підприємства;
- нерівномірність за обсягами в окремих періодах;
- інвестиційний прибуток (інший ефект від інвестицій) формується зі значним часовим лагом;
- формує особливий самостійний вид грошових потоків підприємства;
- формує специфічні інвестиційні ризики.

На обсяг і попит інвестицій впливають різні фактори:

- питома вага заощаджень в доходах інвесторів. Зі збільшенням доходів збільшується їх частина, спрямована на заощадження, які є джерелом внутрішніх інвестиційних ресурсів;

- норма чистого прибутку. Зі збільшенням очікуваної норми чистого прибутку обсяг інвестицій збільшується;

- очікуваний темп інфляції;

- ставка банківського процента. Зі збільшенням ставки позичкового процента зменшується обсяг інвестицій і навпаки.

Об'єктами ІД може бути будь-яке майно, в тому числі основні фонди й оборотні кошти в усіх сферах економіки, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а

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

Залежно від об'єктів розрізняють такі форми інвестиційної діяльності:

- впровадження досягнень НТП (принципово нових видів техніки та технологій; прогресивні міжгалузеві структурні зрушення; реалізація довгострокових науково-технічних програм з великими термінами окупності витрат; фінансування фундаментальних досліджень для здійснення якісних змін продуктивних сил; розробка та впровадження ресурсозберігаючих технологій);

- капітальне будівництво (інвестиційна діяльність, що здійснюється з метою створення нових і відтворення діючих основних засобів);

- лізинг (довгострокова оренда устаткування, машин);

- селенг (довгострокова оренда споруд виробничого призначення);

- корпоративна (в т. ч. акціонерна) форма інвестування – вкладення коштів в акції підприємств, які мають форму акціонерних товариств і в статутні фонди (майно) інших підприємницьких організацій корпоративного типу. Залежно від господарського результату корпоративної форми інвестування розрізняють такі її види: портфельне інвестування – вкладення коштів у незначні за обсягом (до 10 % статутного фонду) пакети акцій з метою отримання дивідендів; фінансове інвестування – придбання значних за розміром (від 10 до 40 % статутного фонду) підприємств з метою перепродажу їх стратегічним інвесторам, якщо вартість акцій досягне максимальної межі; стратегічне інвестування – вкладення коштів у придбання контрольного пакету акцій чи цілісного майнового комплексу підприємства з метою здійснення контролю і отримання максимального прибутку від діяльності такого підприємства.

Суб'єктами (інвесторами та учасниками) ІД можуть бути громадяни і юридичні особи України та іноземних держав, держава через свої інституції, фінансові установи, а також інші функціональні учасники, зокрема: інвестори (замовники), виконавці робіт (замовники), користувачі (власники) об'єктів ІД, постачальники ТМЦ, обладнання, проєктанти, банківські та страхові організації. Інвестиційна діяльність може здійснюватись фізичними та юридичними особами резидентами; державою; іноземними інвесторами; спільно резидентами і нерезидентами.

Інвестори – суб'єкти ІД, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. Інвестори можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, замовників і виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної

діяльності. Учасниками ІД можуть бути громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій, як виконавці замовлень, або на підставі доручення інвестора. Здійснюючи ІД, підприємство виступає інвестором. Інвестори класифікуються:

- за спрямованістю основної господарської діяльності: індивідуальні; інституціональні;
- за метою інвестування: стратегічні; портфельні;
- за належністю до резидентів країни: вітчизняні; іноземні.

Інвестиційна діяльність є складною за своїм змістом і включає комплекс різноманітних дій, що називаються інвестиційним циклом. Під цим терміном слід розуміти комплекс заходів від моменту прийняття рішення про інвестування до завершальної стадії – досягнення окупності вкладень і отримання запланованого результату – прибутку або соціального ефекту.

Інвестиційний цикл або інвестиційний період – це один оборот інвестицій, тобто як рух вартості капіталу, авансованого в матеріальні та інші цінності, з моменту накопичення інвестиційних коштів, їх акумуляції і до моменту одержання інвестиційних благ і реального відшкодування інвестицій.

Інвестиційний цикл складається з таких основних фаз:

- передінвестиційної, що включає прийняття рішення про інвестування, визначення джерел інвестування та затвердження й експертизу інвестиційного проекту;
- інвестиційної, що включає вкладення коштів у об'єкт інвестування та здійснення необхідних для цього практичних дій (наприклад, будівництво об'єкта);
- експлуатаційної – відшкодування інвестором витрачених коштів, отримання прибутку чи досягнення певного соціального ефекту (відбувається в результаті експлуатації об'єкта інвестування).

Якщо інвестиційний цикл повторюється протягом певного періоду часу, то виникає потреба у використанні такого поняття як інвестиційний процес.

Інвестиційний процес розглядається як сукупність інвестиційних циклів, які відбуваються невинно, паралельно або послідовно і здійснюються свідомо з метою простого або розширеного відтворення капіталу підприємства, з урахуванням стану мікро- і макрооточення його діяльності. Мета інвестиційного процесу полягає в нарощуванні економічного потенціалу підприємства.

Реалізація інвестиційного процесу як сукупності інвестиційних циклів, що відбуваються одночасно, дає змогу змінити стан підприємства цілеспрямованим переведенням його з певного наявного стану в бажаний, що описується за допомогою показників, які відображають цілі інвестування.

В інвестиційному процесі має враховуватися важливий чинник – час. Сутність цього впливу зводиться до того, що:

- характеристики інвестиційного процесу зазнають впливу невизначеності стану зовнішнього середовища, що визначає ризик процесу. При цьому, що більше в часі віддалені один від одного момент авансування капіталу і момент одержання інвестиційних благ, то більш значним є вплив невизначеності на одержання цих самих інвестиційних благ;

- різна інтенсивність прямих і зворотних грошових потоків, що розподіляються на тривалому проміжку часу, зумовлює потребу у приведенні прибутків і витрат до одного моменту для усунення тимчасової непорівнюваності;

- через обмеженість усіх видів ресурсів у кожний момент часу проводиться зіставлення дійсних і майбутніх благ, тобто вибір відбувається на основі порівняння вартості одиниці капіталу в даний момент часу з майбутнім прибутком, який забезпечується цією одиницею вкладення.

Інвестиційний процес, як і будь-який інший, відбувається поетапно. З урахуванням особливостей інвестиційного циклу і виходячи з того, що інвестиційний процес розглядається як сукупність інвестиційних циклів, можна виділити етапи інвестиційного процесу, які подано в табл. 1.1.

Таблиця 1.1 Етапи інвестиційного процесу підприємства

Етап	Зміст етапу
1. Становлення	Визначення цілей і критеріїв інвестування. Формування інвестиційної програми. Розрахунок загальних показників інвестиційних проектів і програм. Визначення особливостей інвестиційного циклу на підприємстві. Визначення потреби в інвестиційних ресурсах
2. Акумулявання накопичень	Вибір джерел інвестування. Визначення оптимальної структури джерел інвестування. Вибір способів акумуляції накопичень та їх зберігання
3. Формування ІР (Інвестування)	Формування комплексу майнових та інтелектуальних цінностей, що вводяться в оборот із метою одержання прибутку або соціального ефекту
4. Використання ІР	Експлуатація комплексу майнових інтелектуальних цінностей з метою одержання прибутку або соціального ефекту
5. Формування комплексу інвестиційних благ	Одержання матеріальних цінностей або надходження платежів від результатів експлуатації комплексу майнових і інтелектуальних цінностей
6. Розподіл комплексу інвестиційних благ	Оцінка фактичної ефективності інвестицій. Розподіл прав з експлуатації комплексу інвестиційних благ. Розподіл прибутку від Інвестування: виплата відсотків, кредитів, дивідендів, паїв

Кожний з етапів інвестиційного процесу певною мірою визначає результати процесу. Водночас найважливішим є етап акумулявання накопичень. Накопичення підприємства розглядаються як фінансові ресурси, одержання яких зумовлене результатами діяльності підприємства і які

призначені для авансування в інвестиційні проекти і програми. Накопичення підприємства в загальному вигляді можна розглядати як суму реінвестованого прибутку й амортизаційних відрахувань.

На інвестиційний процес на підприємствах впливає ціла низка чинників, найважливішими з яких є:

- наявність попиту і пропозиції на інвестиційний капітал;
- характер пропозиції інвестиційного капіталу і попиту на нього (що вища питома вага довгострокового попиту і пропозиції інвестиційного капіталу, то ширший інвестиційний процес).

Серед інших чинників перебігу інвестиційного процесу варто назвати визначення найважливіших ресурсів (сировина і матеріали, робоча сила, енергія), критичні елементи маркетингу, чутливість до умов середовища і до її невизначеності.

Середовище перебігу інвестиційного процесу об'єднує елементи організаційно-економічного базису промислового підприємства і ринки, з якими воно пов'язане. Крім мікросередовища, оточення інвестиційного процесу містить у собі ще два компоненти: ділове середовище і фонове, або загальне, оточення.

Ділове середовище формують особи, організації й інститути, із якими підприємство взаємодіє безпосередньо і найчастіше. Як правило, це споживачі, замовники, постачальники, конкуренти, інвестори і кредитори, фінансові інститути й уряд.

Фонове, або загальне, оточення формує сили, дія яких на підприємство виявляється час від часу, нерегулярно або не напряму. Фонове оточення є сукупністю загальноекономічних, соціальних, культурних, політичних, демографічних, екологічних, юридичних і технологічних чинників.

Ділове середовище інвестиційного процесу. Під час аналізу ділового середовища інвестиційного процесу необхідно виділяти інвестиційну сферу, що найбільш впливає на нього протягом доінвестиційної й інвестиційної стадій інвестиційного циклу. Структурно ділове середовище інвестиційного процесу включає чотири збалансованих і тісно взаємодіючих компоненти:

- проектно- або об'єктно-орієнтовані форми цільового професійного управління проектами й інжинірингу;
- ресурсно-орієнтовані форми, що утворюють ринок потужностей будівельного комплексу, який забезпечує виконання за контрактами необхідних робіт, послуг і постачань;
- ринкову інфраструктуру – банки, інвестиційні компанії, агентства, біржі, брокерські контори, посередницькі фірми та інші структури, покликані забезпечити на ринку рух потоків інвестиційних, фінансових і матеріально-технічних ресурсів;

- інформаційну інфраструктуру, що забезпечує рух інформаційних потоків і задоволення інформаційних потреб учасників інвестиційного процесу, а також об'єднує бази даних і знань, експертно-обчислювальні системи і системи телекомунікацій.

На ділове середовище як сукупність зовнішніх чинників підприємство може впливати, але ці чинники воно цілком не контролює. Водночас фонове оточення становлять цілком неконтрольовані чинники. Оскільки обсяг контролю може змінюватися, зовнішнє оточення “рухливе”, тобто можливе переміщення елементів фонового оточення в ділове середовище й назад.

Елементи мікросередовища і ділового середовища інвестиційного процесу перебувають у тісному взаємозв'язку і взаємозумовленості. У свою чергу, інвестиції призводять до зміни середовища, причому можуть стосуватися не тільки найближчого свого оточення, тобто підприємства. Досить значні промислові інвестиції є основою розвитку і багатьох змін у комерційному і діловому середовищі. Збільшуючи обсяг пропозицій на ринку, вони можуть вплинути на рівень цін, а також на технологію, екологію, політичне і соціальне середовище.

За допомогою конкретних організацій і інститутів свого оточення промислове підприємство протягом перебігу інвестиційного процесу пов'язане з трьома типами ринків: ринком збуту готової продукції і послуг; ринками чинників виробництва або ресурсів (ринки праці, інвестиційних товарів, матеріальних ресурсів та ін.); ринком капіталу.

1.3. Державне регулювання інвестиційної діяльності.

Державна інвестиційна політика – це цілеспрямоване правове регулювання державою окремих аспектів ІД суб'єктів господарювання відповідно до стратегії та умов її економічного розвитку.

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

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

інвестицій Правова система України, що регулює ІД підприємств, складає зараз більш ніж 100 законів та інших нормативних документів.

Державне регулювання ІД повинно виходити із реальних економічних та соціальних проблем, а також базуватися на певних теоріях та концепціях.

Основні завдання державної інвестиційної політики:

- орієнтація на інноваційний шлях розвитку економіки України;
- визначення державних пріоритетів інвестиційного розвитку України;
- удосконалення нормативно-правової бази у сфері ІД;
- створення умов для збереження, розвитку й використання вітчизняного науково-технічного та інноваційного потенціалу;
- забезпечення взаємодії науки, освіти, виробництва, фінансово-кредитної сфери у розвитку ІД;
- ефективне використання ринкових механізмів для сприяння ІД, підтримка підприємництва у науково-виробничій сфері;
- розвиток міжнародної науково-технологічної кооперації, трансферу технологій, захисту вітчизняної продукції на внутрішньому ринку та її просування на зовнішній ринок;
- фінансова підтримка, сприятлива кредитна, податкова і митна політика у сфері ІД;
- сприяння розвитку інвестиційної інфраструктури;
- інформаційне забезпечення суб'єктів ІД;
- підготовка кваліфікованих кадрів у сфері ІД.

Єдину державну політику у сфері ІД визначає Верховна Рада України, яка створює відповідну законодавчу базу, затверджує пріоритетні напрями ІД (окремі загальнодержавні програми, Програма діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавні програми економічного, науково-технічного, соціального розвитку, охорони довкілля), в межах Держбюджету України визначає обсяги асигнувань для фінансової підтримки ІД. Далі затверджуються регіональні інвестиційні програми, що фінансуються з місцевих бюджетів; визначають кошти цих бюджетів для фінансової підтримки регіональних інвестиційних програм.

Державну політику у сфері ІД забезпечує Кабінет Міністрів України:

- готує та подає Верховній Раді України пропозиції щодо пріоритетних напрямів ІД;
- здійснює заходи щодо реалізації пріоритетних напрямів ІД;
- сприяє створенню ефективної інфраструктури у сфері ІД;
- готує та подає Верховній Раді України як складову частину проекту закону про Державний бюджет України на відповідний рік пропозиції щодо

обсягів бюджетних коштів для фінансової підтримки виконання інвестиційних проектів;

- затверджує положення про порядок державної реєстрації інноваційних проектів і ведення Державного реєстру інвестиційних проектів;
- інформує Верховну Раду України про виконання інвестиційних проектів, що фінансувалися за кошти Державного бюджету України.

Центральні органи виконавчої влади: готують пропозиції щодо реалізації інвестиційної політики у відповідних галузях економіки, створюють організаційно-економічні механізми її реалізації.

Нині порушене оптимальне співвідношення між національними заощадженнями та інвестиціями в економіку: щороку значна частина заощаджень залишалася неконвертованою в інвестиції. Як наслідок, не повністю використовуються можливості нарощування інвестиційного потенціалу національної економіки. Особливо давалися в знаки такі негативні чинники:

- низька спроможність банківської системи (заощадження – інвестиції);
- недостатня мережа інституційних інвесторів (пенсійних фондів, страхових компаній та ін.);
- низький рівень капіталізації прибутків підприємств та відсутність економічних та (податкових) стимулів;
- спрямування інвестиційного потенціалу приватизації на цілі бюджетного споживання;
- розпорощування інвестиційних бюджетних коштів;
- відсутність страхування інвестиційних ризиків, нерозвиненість фондового ринку та іпотечних відносин, лізингу та інших інститутів фінансування;
- значні обсяги тіньового бізнесу як основного джерела нелегального накопичення та вивезення капіталу.

Визначальним завданням державної інвестиційної політики сьогодні є:

- створення рівних умов для суб'єктів господарювання різних форм власності,
- здійснення процесу інвестування на прозорих та цивілізованих засадах,
- поліпшення структури інвестиційних джерел.

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

Управління державними інвестиціями включає планування, визначення умов і виконання конкретних дій з інвестування бюджетних і позабюджетних коштів. Державне регулювання умов інвестиційної діяльності здійснюється шляхом прямого (адміністративно-правового) та непрямого (економічного) втручання в інвестиційну діяльність.

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

Держава гарантує стабільність умов здійснення ІД, додержання прав і законних інтересів її суб'єктів. Державні органи та їх посадові особи не мають права втручатися в діяльність суб'єктів ІД, крім випадків, коли таке втручання допускається чинним законодавством і здійснюється в межах компетенції цих органів та посадових осіб.

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

Захист інвестицій забезпечується законодавством України, а також міжнародними договорами України. Інвесторам, у тому числі іноземним, забезпечується рівноправний режим, що виключає застосування заходів дискримінаційного характеру, які могли б перешкодити управлінню інвестиціями, їх використанню та ліквідації, а також передбачаються умови й порядок вивозу вкладених цінностей і результатів інвестицій.

З метою забезпечення сприятливого та стабільного інвестиційного режиму держава встановлює державні гарантії захисту інвестицій – відповідну систему правових норм.

Непряме регулювання передбачає створення певного інвестиційного середовища (політичного, економічного, правового, соціального), що передбачає, крім створення певних економічних умов господарювання для

суб'єктів інвестиційної діяльності й методи макроекономічного впливу на інтенсивність інвестування через бюджетно-податкову, грошово-кредитну, амортизаційну та інноваційну політики, а також політику сприяння залученню іноземних інвестицій.

Бюджетно-податкова політика орієнтована на перерозподіл доходів підприємств і громадян країни, із метою оптимального формування дохідної частини бюджету й збереження у підприємств ринкових стимулів до ІД та одержання прибутків.

Податкова політика держави має сприяти покращенню інвестиційного клімату в Україні завдяки: зниженню податкового навантаження (скорочення переліку податків, зборів (обов'язкових платежів), зменшенню податкового навантаження на фонд оплати праці для формування солідарних соціальних фондів та перехід до формування персоніфікованих фондів; розширенню бази оподаткування шляхом скасування пільг, які безпосередньо не пов'язані з інноваційною та інвестиційною діяльністю; запровадженню механізму декларування податкових пільг суб'єктами-платниками податків; стимулювання інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств через удосконалення умов оподаткування; підвищення рівня сплати податків і зборів (обов'язкових платежів); недопущення подвійного оподаткування нерезидентів.

Бюджетне регулювання інвестицій здійснюється переважно через бюджетне фінансування та кредитування пріоритетних галузей економіки чи окремих підприємств; державні контракти та ін.

Значний вплив на рівень інвестиційної активності має **грошово-кредитна політика** держави, яка проводиться НБУ, в рамках якої можуть застосовуватися інструменти прямого державного регулювання. У даному випадку об'єктом регулювання виступає грошова маса, яка у відповідних співвідношеннях з основними макроекономічними показниками позитивно або негативно впливає на економічне зростання в країні та на рівень інвестиційної активності. Суб'єктом грошово-кредитної політики виступає НБУ, який здійснює грошову емісію та за допомогою арсеналу засобів, а саме ставки рефінансування, норми обов'язкових резервів, операцій на відкритому ринку та валютних інтервенцій, впливає на рішення суб'єктів господарювання про доцільність інвестування.

Основними напрямками державної грошово-кредитної політики в стимулюванні інвестиційних процесів в Україні мають бути: створення необхідного правового поля для участі фінансово-кредитних установ в інвестиційному процесі; оптимізація оподаткування прибутку кредитних установ, які здійснюють інвестиції; врегулювання питань ризику й прибутковості інвестиційних операцій; розвиток спеціалізованих іпотечних,

інвестиційних, ощадних та інших банківських установ, що здійснюватимуть інвестиційні операції; запровадження ефективних механізмів стимулювання довгострокового кредитування банків через цільове рефінансування; стимулювання участі банків у створенні фінансово-промислових груп та у приватизації; запровадження механізмів страхування інвестиційних ризиків банків; залучення до активної інвестиційної діяльності суб'єктів різноманітних форм власності та господарювання.

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

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

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

1.4. Методологічні основи інвестиційного менеджменту

Інвестиційний менеджмент (ІМ) – система принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з ІД підприємства.

З розвитком інвестиційної теорії змінювались підходи до визначення мети інвестиційної діяльності. У генезисі цієї проблеми можна виділити три основні підходи.

1. Класична економічна теорія (А. Сміт, А. Курно) стверджувала, що метою інвестиційної та інших видів господарської діяльності підприємства є максимізація прибутку.

2. Теорія стійкого економічного зростання, розвинута багатьма наступними економістами, метою інвестиційної діяльності висуває забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.

3. Сучасна економічна теорія в якості основної цілі інвестиційної діяльності підприємства вносить забезпечення максимізації добробуту власників підприємства, яке одержує конкретний вираз у максимізації ринкової вартості підприємства.

Метою ІМ є забезпечення ефективного розвитку та конкурентоспроможності підприємства шляхом реалізації інвестиційної стратегії.

Для цього необхідно розв'язати такі основні завдання:

- забезпечити високі темпи економічного розвитку підприємства;
- максимізувати прибутки;
- мінімізувати інвестиційні ризики;
- забезпечити фінансову стабільність і платоспроможність підприємства у процесі реалізації інвестиційних програм;
- визначити варіанти прискорення реалізації інвестиційних програм.

Ефективне управління інвестиційною діяльністю підприємства забезпечується реалізацією ряду **принципів**, основними з яких є: інтегрованість із загальною системою управління підприємством, комплексний характер формування управлінських рішень, високий динамізм управління, варіативність підходів до розробки окремих управлінських рішень, орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства.

Зі зростанням обсягів інвестиційної діяльності та її диверсифікацією потреба в інвестиційних менеджерах усіх рівнів буде зростати, а їх спеціалізація – постійно розширюватись.

Система інвестиційного менеджменту реалізує свою мету та завдання шляхом здійснення певних **функцій**, які визначені змістом системи управління інвестиційною діяльністю:

- дослідження зовнішнього інвестиційного середовища та прогнозування кон'юнктури інвестиційної діяльності;
- розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності суб'єкта підприємництва. У зв'язку з цим формується система цілей і цільових показників інвестиційної діяльності на середньостроковий та довгостроковий періоди, визначаються пріоритетні завдання, розробляється план дій підприємства з основних форм інвестування;
- розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів суб'єкта інвестиційної діяльності;
- пошук і оцінювання реальних проектів і добір найефективніших з них;
- оцінювання інвестиційних якостей фінансових інструментів і добір

найефективніших з них;

- формування та оцінювання інвестиційного портфелю за критеріями дохідності, ризику та ліквідності;

- планування та оперативне управління реалізацією окремих програм і проектів;

- створення організаційних структур, які забезпечують прийняття і реалізацію управлінських рішень по всіх напрямках інвестиційної діяльності підприємства, формування ефективних комунікацій та інформаційного забезпечення;

- розробка дієвої системи стимулювання реалізації управлінських рішень у сфері інформаційної діяльності;

- організація моніторингу та контроль за реалізацією інвестиційних програм і проектів;

- підготовка рішень про своєчасний вихід з неефективних проектів (продаж окремих фінансових інструментів).

Кожна з них має свою специфіку залежно **напрямку** ІМ:

- управління реальними інвестиціями;

- управління фінансовими інвестиціями;

- управління інвестиційним портфелем;

- управління інвестиційними ресурсами.

Успішне функціонування інвестиційного менеджменту визначається ефективністю його організаційного забезпечення.

Система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту – це взаємозалежна сукупність внутрішніх структурних підрозділів підприємства, що забезпечують розробку і прийняття управлінських рішень в окремих аспектах його інвестиційної діяльності і несуть відповідальність за результати цих рішень.

У контексті прийняття основних управлінських рішень щодо процесу інвестування апарат управління, структури і підрозділи підприємств здійснюють такі функції:

- збір і обробка інформації щодо ходу інвестиційного процесу на підприємстві;

- оцінка ефективності інвестиційної діяльності;

- оцінка динаміки кон'юнктури інвестиційного ринку;

- відстеження змін у сучасному законодавстві;

- розробка інвестиційної стратегії підприємства;

- координація інвестиційних взаємовідносин з іншими учасниками інвестиційних взаємовідносин підприємства та ін.

Оснoву oрганізаційного забезпечення інвестиційного менеджменту складає сформована на підприємстві структура управління його інвестиційною діяльністю, елементами якої є окремі менеджери, служби, відділи й інші організаційні підрозділи апарату управління. Оскільки система інвестиційного менеджменту є складовою загальної системи управління підприємством, структура управління його інвестиційною діяльністю повинна бути інтегрована із загальною організаційною структурою управління, що дозволяє знизити загальний рівень управлінських витрат, забезпечити координацію дій системи інвестиційного менеджменту з іншими керуючими системами підприємства, підвищити комплексність і ефективність контролю реалізації прийнятих рішень.

Побудова центрів управління інвестиційною діяльністю залежить від розмірів підприємства і загальних організаційних структур управління, що використовуються:

- на підприємствах, що використовують просту лінійну організаційну структуру управління (вона характерна для малих підприємств), функціональні центри управління інвестиційною діяльністю, як правило, не створюються. Функції цього управління в зв'язку з незначним обсягом інвестиційної діяльності покладаються звичайно на власника (власників) малого підприємства чи його директора (якщо власник використовує для загального управління підприємством найманого менеджера);

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

- на підприємствах, що використовують дивізіональну організаційну структуру управління, в основі якої лежить його децентралізація за окремими ознаками - регіональній, товарній та ін. (вона характерна для великих підприємств із широко диверсифікованою виробничою чи регіональною діяльністю), функції інвестиційного управління покладаються на центри управління інвестиційною діяльністю, сформовані в складі кожного дивізіону (відділення компанії). У цьому випадку система управління інвестиційною діяльністю носить дезінтегрований характер – ключову роль у цьому управлінні

грають не менеджери центрального апарату, а керівники відповідних виробничих відділень.

- на підприємствах, що використовують проектну організаційну структуру управління (вона характерна, як правило, для середніх і великих підприємств) функції інвестиційного управління диференціюються в розрізі окремих підрозділів – проектної команди, наділеної комплексними повноваженнями у вирішенні поставлених задач. У системі інвестиційного менеджменту такі підрозділи створюються для реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також для управління портфелем фінансових інструментів інвестування. Як правило, керівники таких проектних підрозділів підлегли безпосередньо генеральному директору чи його заступнику із фінансових питань. Проектні підрозділи, що забезпечують управління інвестиційною діяльністю в рамках конкретних задач, створюються, як правило, на тимчасовій основі.

- на підприємствах, що використовують матричну організаційну структуру управління (вона характерна, як правило, для великих підприємств) проектний принцип управління інвестиційною діяльністю доповнюється функціональним принципом. У цьому випадку на підприємстві організовується подвійне підпорядкування інвестиційних менеджерів – з однієї сторони вони підлегли безпосереднім керівникам відповідних функціональних служб центрального апарату керування (із визначеного кола питань), а з іншої, безпосередньому керівнику відповідного проекту.

Необхідно відзначити, що ефективність дії відповідної системи значною мірою залежить від її інформаційного забезпечення. Якість інформації, що використовується при прийнятті управлінських рішень, у значній мірі впливає на: обсяг витрат інвестиційних ресурсів; рівень інвестиційного прибутку; ринкову вартість підприємства; альтернативність вибору інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування; інші показники, що формують рівень добробуту власників підприємства і темпи його економічного розвитку.

Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту – це процес беззупинного цілеспрямованого підбору відповідних інформативних показників, необхідних для здійснення аналізу, планування і підготовки ефективних оперативних управлінських рішень по всіх аспектах інвестиційної діяльності підприємства.

Інформаційна система інвестиційного менеджменту покликана забезпечувати необхідною інформацією не тільки управлінський персонал і власників самого підприємства, але і задовільняти інтереси широкого кола зовнішніх її користувачів.

Зовнішні користувачі використовують ту частину інформації, що характеризує результати інвестиційної діяльності підприємства і її вплив на його інвестиційну позицію. Значна частина цієї інформації міститься в офіційній фінансовій звітності, що надається підприємством. До зовнішніх користувачів можна віднести наступних суб'єктів: кредитори, потенційні інвестори, контрагенти з інвестиційної діяльності, податкові органи, аудиторські фірми, фондові біржі та ін.

Внутрішні користувачі поряд з перерахованими вище, використовують значний обсяг інформації про інвестиційну діяльність підприємства, що представляє комерційну таємницю. Крім того, внутрішні користувачі використовують значне коло показників, пов'язаних з інвестиційним середовищем, сформованих із зовнішніх джерел, що також входять в інформаційну систему інвестиційного менеджменту. До внутрішніх користувачів відносяться керуючі (директори підприємства), інвестиційні менеджери всіх рівнів, власники підприємства, інші внутрішні користувачі.

Питання для самоконтролю

1. Наведіть підходи до визначення сутності інвестицій.
2. Що таке інвестиційна діяльність підприємства?
3. Яка роль інвестицій у забезпеченні стратегічного розвитку підприємства та зростання його ринкової вартості?
4. Назвіть класифікаційні ознаки та види інвестицій підприємства.
5. Розкрийте сутність інвестиційного циклу та інвестиційного процесу.
6. Назвіть сучасні форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств в Україні.
7. Назвіть основні завдання державної інвестиційної політики.
8. Що таке інвестиційний клімат і які чинники його визначають?
9. Назвіть і охарактеризуйте суб'єктів інвестиційної діяльності.
10. Розкрийте сутність інвестиційного менеджменту як професійної діяльності і наукового напрямку.
11. Назвіть мету та основні завдання інвестиційного менеджменту.
12. Охарактеризуйте основні функції інвестиційного менеджменту.

ТЕМА 2. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

2.1. Концепція зміни вартості грошей у часі під час здійснення інвестиційної діяльності.

2.2. Методичний інструментарій визначення майбутньої і теперішньої вартості чистого грошового потоку.

2.3. Інфляція та її вплив на результати інвестиційної діяльності.

2.4. Поняття та класифікація інвестиційних ризиків.

2.5. Оцінка ліквідності інвестицій.

Ключові слова: зміна вартості грошей у часі, грошовий потік, майбутня і теперішня вартість чистого грошового потоку, інфляція, інвестиційні ризики, ліквідність інвестицій.

2.1. Концепція зміни вартості грошей у часі під час здійснення інвестиційної діяльності

Відповідно з концепцією зміни вартості грошей у часі однакова сума грошей у різні періоди має різну вартість: вартість в теперішній час завжди є вищою, ніж у майбутньому періоді. Зміну вартості грошей можна пояснити не тільки впливом інфляції, а й здатністю інвестицій із грошей робити додаткові гроші.

Основними причинами втрачання вартості грошей є: інфляція, наявність ризику і надання підприємцями переваги наявним грошам.

Основний вплив на показники ефективності інвестиційного проекту справляє неоднорідність **інфляції** за видами продукції та ресурсів і відмінність темпів інфляції від зміни курсу іноземної валюти. Рівень інфляції залежить від таких основних факторів: темпів приросту грошової маси, темпів зміни швидкості обігу грошової маси і темпів зміни обсягів виробництва.

Якщо очікується, що вартість усіх витрат і вигод зростатиме відповідно до темпів інфляції (індексу роздрібних цін), то можна:

а) або не враховувати інфляцію зовсім і застосовувати реальну ставку доходу до грошових надходжень, що оцінюються в поточних цінах;

б) або враховувати інфляцію, використавши ставку доходу на капітал як облікову ставку, чи приводити грошові потоки до такої грошової оцінки, яка враховує індекс інфляції.

Якщо очікується, що вартість витрат і вигод зростатиме різними темпами,

необхідно застосовувати ставку доходу на капітал до грошових потоків, які мають бути скориговані на інфляційну зміну цін.

Залежність між реальною та грошовою ставкою доходу визначається формулою Фішера:

$$(1+PCD)(1+IPC)=(1+HCD), \quad (2.1)$$

де РСД – необхідна реальна ставка доходу на капітал;

ІРЦ – темп інфляції, що звичайно вимірюється індексом ринкових цін;

НСД – необхідна номінальна ставка доходу на капітал.

Ризик або невпевненість у майбутньому також зменшують вартість грошей. Через невпевненість у майбутньому ризик з часом зростає. Більшість підприємців хоче уникнути ризику, тому вище цінує гроші, які є сьогодні, аніж ті, що мають бути в майбутньому. Ті суб’єкти підприємницької діяльності, які погоджуються віддати свої наявні гроші сьогодні в обмін на їх більшу кількість у майбутньому, жадають більш високої компенсації у вигляді певної винагороди за цей ризик.

Схильність до ліквідності – це перевага, віддана наявним грошам перед іншими цінностями та ризикованими вкладеннями. Суб’єкти господарювання віддають перевагу наявним грошам, ніж очікуваним у майбутньому, тобто цінять високу ліквідність. Втіленням ліквідності і є наявні гроші. Якщо підприємець інвестує ці гроші, сподіваючись доходів у майбутньому, тобто міняє гарантовані “живі” гроші на ризикованіші доходи у майбутньому, то цей “обмін” можливий за умови, що майбутні доходи повинні бути достатньо високі. Це необхідно, щоб виправдати ризик, на який погоджується інвестор, оскільки він сподівається на високу винагороду як компенсацію за втрату ліквідності.

При оцінці ефективності інвестицій, порівняння поточних та майбутніх витрат та вигод здійснюється шляхом приведення (дисконтування) їх реальної грошової вартості до початкового періоду (періоду прийняття рішення, базового, нульового періоду). Дисконтування означає перерахунок вигод і витрат для кожного розрахункового періоду за допомогою норми (ставки) дисконту. При дисконтуванні за допомогою приведеної процентної ставки, що визначається альтернативними інвестиційними можливостями, здійснюється розрахунок відносної цінності однакових грошових сум, одержуваних або сплачуваних у різні періоди часу.

У процесі порівняння вартості грошових коштів при їх інвестуванні і поверненні використовують два основних поняття: майбутня вартість грошей і теперішня вартість грошей.

Майбутня вартість грошей – це сума інвестованих у теперішній момент коштів, у яку вони перетворюються через певний період часу з урахуванням певної ставки дисконту. Ця ставка використовується не тільки як інструмент нарощування вартості грошових коштів, а й як вимірник ступеня дохідності інвестиційних операцій.

Теперішня вартість грошей – це сума майбутніх грошових надходжень, наближених з урахуванням дисконтної ставки до теперішнього періоду.

При проведенні розрахунків процеси нарощування і дисконтування вартості можуть здійснюватися як за простим, так і за складним відсотком. Прості відсотки застосовуються, як правило, при короткостроковому інвестуванні, а складні – при довгостроковому. Простим відсотком називається сума, яка нараховується за початковою (теперішньою) вартістю внеску в кінці одного періоду платежу, обумовленого умовами інвестування коштів (місяць, квартал, рік, та ін.).

Дисконтування, що ґрунтується на використанні техніки складних процентів передбачає приведення до базового періоду витрат і вигод t -го розрахункового періоду проекту шляхом їх множення на коефіцієнт дисконтування a_t , що визначається для постійної норми дисконту i :

$$a_t = 1 / (1 + i)^t, \quad (2.2)$$

де t – період приведення.

i – ставка дисконту.

Дисконтування як визначення поточної, теперішньої вартості (ТГ) майбутніх грошей (МГ) визначається за формулою:

$$ТГ = МГ / (1 + i)^t \text{ або } ТГ = a МГ \quad (2.3)$$

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

- початковий розрахунковий період проекту має бути чітко визначений як нульовий або як перший. Якщо передбачаються значні капітальні вкладення у початковому розрахунковому періоді, часто застосовується система з нульовим періодом;

- вибір моменту часу для дисконтування грошових потоків має бути узгоджений до початку розрахункового періоду для всіх витрат періоду.

У стабільній ринковій економіці величина норми дисконту для власного капіталу визначається на основі депозитного процента за вкладами з урахуванням інфляції та ризиків проекту. Норма дисконту для позикового капіталу є відповідною процентною ставкою, яка визначається умовами процентних виплат і погашення позик. У випадку змішаного капіталу норму дисконту можна знайти як середньозважену вартість капіталу розраховану з огляду на структуру капіталу, податкову систему, умови виплат та ін..

При оцінці вартості грошей у часі слід мати на увазі, що на результат оцінки впливатиме не лише розмір відсотку, але й періодичність виплат (або кількість платіжних періодів) протягом одного й того ж загального терміну. Іноді виявляється більш ефективним інвестувати гроші під меншу ставку відсотку але з більшою періодичністю виплат.

2.2. Методичний інструментарій визначення майбутньої і теперішньої вартості чистого грошового потоку

Поняття грошовий потік (cash flow) можна перекласти як рух коштів. Методи аналізу та прогнозування грошових потоків використовуються при обґрунтуванні ефективності проекту та розрахунках забезпечення проекту коштами, що є центральною проблемою. Існує кілька підходів до визначення грошового потоку залежно від методів його розрахунку.

Традиційний грошовий потік – це сума чистого прибутку та нарахованої амортизації.

Чистий потік – це загальні зміни у залишках грошових коштів фірми за певний період.

Операційний грошовий потік – це фактичні надходження або витрати грошових коштів у результаті поточної (операційної) діяльності фірми.

Фінансовий потік – це надходження та витрати грошових коштів, пов'язані зі змінами власного та позикового довгострокового капіталу.

Загальний грошовий потік – це фактичні чисті грошові кошти, що надходять у фірму чи витрачаються нею протягом певного періоду.

Додаткові грошові потоки – це грошові потоки, що стосуються інвестиційного проекту.Dodatkowe грошові потоки є виразом додаткових вигод (В) і витрат проекту (С). Використавши методику визначення загального грошового потоку, матимемо вираз:

$$ГП = B / (1 + i)^t - C / (1 + i)^t \quad (2.4)$$

Окремі види грошових потоків, що оцінюються у часі, здійснюються послідовно через рівні проміжки часу і у рівних розмірах. Така послідовність грошових потоків (рівномірних платежів) носить назву ануїтет. Прикладом ануїтету можуть бути щоквартальні суми відсотків за облігаціями або ощадними сертифікатами, рівномірна сплата внесків за орендоване майно. Представлення послідовності грошових потоків або платежів у вигляді ануїтету суттєво спрощує процеси компаундування або дисконтування вартості грошей, дає можливість використовувати набір спрощених формул зі стандартними значеннями окремих показників, що наводяться у спеціальних таблицях.

2.3. Інфляція та її вплив на результати інвестиційної діяльності

Інфляція – це знецінення грошей, зменшення їх купівельної спроможності. Залежно від темпів, розрізняють такі типи інфляції:

– повзуча інфляція (не перевищує 10% на рік), за якої купівельна спроможність грошей майже зберігається, вона стимулює інвестиційний процес. Така інфляція спонукає власників грошей вкладати їх у прибуткові сфери діяльності, оскільки гроші, що не перебувають у русі, поступово втрачають свою вартість;

– галопуюча інфляція (10–100% на рік), коли зростання цін відбувається стрибкоподібно, гроші прискорено матеріалізуються у товари, а контракти укладають в іноземній валюті або умовних одиницях. Така інфляція негативно впливає на відтворювальний цикл, є дестабілізуючим чинником розвитку виробництва й фінансової стійкості товаровиробників;

– гіперінфляція (більше 200% на рік). Такий рівень інфляції вкрай негативно впливає як на зовнішніх, так і на внутрішніх інвесторів. За такої ситуації відбувається відплив грошових коштів за кордон; діяльність багатьох підприємств переходить у «тінь».

Якщо інфляція супроводжується спадом виробництва, говорять про стагфляцію. Негативна інфляція, або зниження рівня цін називається дефляцією. Для економіки явище дефляції небажане, оскільки воно призводить до економічного спаду й погіршення умов підприємництва.

Інфляція суттєво впливає на величину грошових потоків. Для визначення реальної величини грошового потоку витрат, виручки або прибутку необхідно розділити номінальну величину цього потоку на індекс інфляції.

Інфляція по-різному впливає на інвестиційні можливості підприємства.

Так, вона впливає на вибір і прийняття рішень, оскільки інвестиції підприємство здійснює сьогодні і їх номінальна вартість дорівнює реальній вартості, а прибутки буде отримувати через деякий час, коли зменшаться не тільки поточна вартість майбутніх грошових надходжень, а й самі гроші знеціняться внаслідок інфляції.

Таким чином, при інфляції ускладнюється процес оцінювання інвестиційного рішення; виникає додаткова потреба у джерелах фінансування: зростають відсотки на позиковий капітал і ставки дисконтування; утруднюється використання такого джерела довготермінового фінансування, як випуск облігацій; підвищується ступінь диверсифікації інвестиційного портфелю підприємства.

Загалом, в умовах інфляції інвестування грошових коштів у будь-які операції виправдане лише в тому разі, коли прибутковість вкладень перевищуватиме темпи інфляції.

Потреба підприємства в обігових коштах, необхідних передусім для придбання сировини, матеріалів, створення запасів готової продукції, залежить від обсягу продажу, співвідношення цін на придбання сировини і цін реалізації продукції (пряма й обернена залежність), періоду обороту дебіторської та кредиторської заборгованості.

При інфляції ціни на сировину, матеріали, паливо зростають і, відповідно, зростає номінальна величина фінансових потреб підприємства. Але при відтермінуванні платежів інфляція фактично зменшує реальну ціну придбання виробничих запасів, примушуючи підприємства підвищувати середній термін кредиторської заборгованості (у розумних межах) настільки, що він починає перевищувати середній термін дебіторської заборгованості.

Реальний прибуток дорівнює різниці між реальними прибутками і реальними витратами. Тому, якщо ціни на сировину зростають швидше, ніж на готову продукцію, реальна рентабельність продукції знижується. В умовах інфляції збільшується ризик отримання фактичного збитку замість реального і навіть номінального прибутку. Цей ризик тим вищий, чим більша частка вартості сировини у ціні готової продукції.

У розрахунках, пов'язаних з інвестиційною діяльністю, інфляція оцінюється і враховується у таких випадках: при корегуванні нарощеної суми грошових засобів; при формуванні ставки відсотку з врахуванням інфляції, що використовується для нарощування і дисконтування; при формуванні рівня доходів від інвестицій, враховуючи темпи інфляції.

У процесі оцінки інфляції використовуються два основних показники: темп інфляції (T_i), який характеризує приріст середнього рівня цін у розглянутий період (n); індекс інфляції (I_i) у розглянутий період (n), який

визначається як $1 + T_i$.

Корегування нарощеної вартості грошових засобів з урахуванням інфляції здійснюється за формулою:

$$FV_p = FV / I_i \quad (2.5)$$

де FV – майбутня реальна вартість грошових засобів, обумовлена умовами дисконтування;

FV_p – майбутня реальна вартість грошових засобів з урахуванням індексу інфляції.

Якщо ж у процесі нарощування можна виділити реальну ставку відсотку і очікуваний темп інфляції, то розрахунок майбутньої реальної вартості грошових засобів можна здійснювати за формулою:

$$FV_p = PV (1+i)^n \times (1 + T_i)^{-n} = PV \times (1+i / 1+T_i)^n \quad (2.6)$$

де PV – початкова сума внеску (інвестування).

Формування реальної ставки відсотку з урахуванням інфляції, що використовується в процесі компаундування або дисконтування вартості грошових засобів, здійснюється за формулою:

$$J_p = J - T_i, \quad (2.7)$$

де J_p – реальна ставка відсотку;

J – номінальна ставка відсотку з урахуванням інфляції, сформована на грошовому ринку.

Після визначення реальної майбутньої вартості грошей в процесі її нарощування за реальною ставкою ми стикаємося з трьома ситуаціями:

1. $J = T_i$. У цій ситуації нарощування реальної вартості грошей не здійсниться, адже їх приріст покриється інфляцією;

2. $J > T_i$. У цій ситуації реальна майбутня вартість грошей буде зростати не дивлячись на інфляцію;

3. $J < T_i$. У цій ситуації реальна майбутня вартість грошей буде знижуватися, тобто процес інвестування є збитковим.

Формування рівня доходів від інвестицій, враховуючи темпи інфляції, передбачає визначення розміру так званої інфляційної премії, яка компенсує втрати реальної суми доходу інвестора від інфляції:

$$W_i = D_p \times T_i, \quad (2.8)$$

де W_i – сума інвестиційної премії,

D_p – реальний середньоринковий дохід за інвестиціями.

Відповідно, загальна сума доходів за інвестиційним проектом (у номінальному обчисленні) складе:

$$D_w = D_p + W_i I_i \quad (2.9)$$

2.4. Поняття та класифікація інвестиційних ризиків

Під **інвестиційним ризиком** розуміють ймовірність виникнення непередбачуваних втрат (зниження прибутку, доходів, втрати капіталу та ін.) в ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності.

Види інвестиційних ризиків можуть бути досить різними. Їх класифікують за такими ознаками:

1. За сферами діяльності виділяють:

- економічний – ризик пов'язаний зі зміною економічних факторів;
- політичний – адміністративні обмеження інвестиційної діяльності, пов'язані зі зміною політичного курсу держави;
- соціальний – ризик страйків, здійснення під тиском працівників незапланованих соціальних видатків та ін.;
- екологічний – ризик катастроф та лих, які негативно вплинуть на діяльність інвестованих об'єктів;
- інші види – рекет, розкрадання майна, обман з боку інвестиційних або операційних партнерів та ін.;

2. За формами інвестування:

- реального інвестування – невдалий вибір розташування об'єкту, збої у постачання будматеріалів і обладнання, вибір некваліфікованого і недобросовісного підрядника;
- фінансового інвестування – непродуманий вибір фінансових інструментів для інвестування, фінансові проблеми окремих емітентів; непередбачені зміни умов інвестування;

3. За джерелами виникнення:

- системний (ринковий) ризик, пов'язаний із загальною економічною та політичною ситуацією в країні й навіть у світі, зростанням цін на ресурси, загально ринковим падінням їх на всі фінансові активи. Це події, що впливають на весь ринок: зміна відсоткових ставок, економічний спад, інфляція, політичні кризи, тому виділяють в його межах процентний, інфляційний та ризик падіння цін. Системний ризик є недиверсифіковуваним. Оцінити його можна за допомогою бета-коефіцієнта. Усунути негативний вплив можна шляхом

хеджування;

– несистемний ризик пов'язаний із фінансовим станом конкретного емітента цінних паперів, тому його ще називають власним ризиком. Він включає ризик ліквідності, галузевий та фінансовий ризики. Цей ризик піддається управлінню (зменшенню) шляхом створення портфелю інвестицій. Для зниження несистематичного ризику і застосовується метод диверсифікації.

У процесі оцінки можливих втрат від здійснення інвестиційної діяльності використовуються абсолютні та відносні її показники.

Абсолютний розмір фінансових втрат є сумою збитків, спричинених інвестору у зв'язку із настанням несприятливих обставин, характерних для даного ризику. Відносний розмір фінансових втрат є відношенням суми збитку до обраного базового показника (наприклад сумі очікуваного доходу від інвестицій або сумі інвестованого капіталу).

Інвестиційні ризик вимірюються різними методами.

Середньоквадратичне відхилення є найпоширенішим показником оцінки рівня інвестиційних ризиків. Розрахунок цього показника дозволяє визначити коливання очікуваних доходів від різних інвестицій:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n (\varepsilon - \varepsilon_R)^2} \times P1 \quad (2.10)$$

де n – кількість спостережень;

t – кількість періодів;

ε – розрахунковий дохід за проектом при різних значеннях кон'юнктури;

ε_R – середній очікуваний дохід за проектом;

$P1$ – значення ймовірності, що відповідає розрахунковому доходу.

Коефіцієнт варіації дозволяє визначити рівень ризику, якщо показники середніх очікуваних доходів відрізняються між собою. Розрахунок коефіцієнта варіації здійснюється за формулою:

$$CV = \sigma \beta / \varepsilon_R \quad (2.11)$$

При порівнянні рівнів ризику за окремими інвестиційними проектами перевагу слід надавати тому з них, за яким значення коефіцієнту варіації є найнижчим, що свідчить про найкраще співвідношення ризику і доходу.

В-коефіцієнт дозволяє оцінити ризик індивідуального інвестиційного проекту відносно рівня ризику інвестиційного ринку в цілому. Цей показник використовується в основному для аналізу ризикованості вкладень у окремі цінні папери. Розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\beta = P \sigma_{\psi} / \sigma_{\phi} \quad (2.12)$$

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

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

σ_{ϕ} – середньоквадратичне відхилення доходності за фондовим ринком в цілому.

Рівень ризику на основі значень коефіцієнта β -коефіцієнту (табл. 2.1).

Таблиця відповідності β -коефіцієнта і рівня ризику

Значення β -коефіцієнту	Рівень ризику цінного паперу
$\beta = 1$	Середній
β більше 1	Високий
β менше 1	Низький

Експертна оцінка ризиків здійснюється, якщо у інвестора відсутні необхідні статистичні або нормативні дані для розрахунку вищенаведених показників або інвестиційний проект не має аналогів. Цей метод базується на опитуванні кваліфікованих спеціалістів і відповідній математичній обробці їх відповідей. Опитування слід орієнтувати на окремі види ризиків, характерних для даного інвестиційного проекту.

Результати оцінки ризиків дозволяють кількісно оцінити їхні рівні. У цих цілях використовують такі критерії оцінки:

- безризикові інвестиції – короткострокові державні облігації;
- інвестиції з рівнем прийнятного ризику – можливість втрати всієї суми очікуваного чистого прибутку за проектом;
- інвестиції з рівнем критичного ризику – можливість втрати не лише прибутку, але й всієї суми розрахункового валового доходу за проектом;
- інвестиції з рівнем катастрофічного ризику – можливість втрати всіх активів інвестора внаслідок банкрутства.

Граничними значеннями ймовірності ризику фінансових втрат при інвестиціях за експертною оцінкою вважається:

- для інвестицій з рівнем прийнятного ризику – 0.1;
- для інвестицій з рівнем критичного ризику – 0.01;
- для інвестицій з рівнем катастрофічного ризику – 0.001.

Тобто, інвестиційний проект буде відхилено, якщо в 1 випадку з 10 за ним може бути втрачено увесь прибуток, в 1 випадку зі 100 – увесь валовий дохід; в 1 випадку з 1000 – втрачені всі активи в наслідок банкрутства.

2.5. Оцінка ліквідності інвестицій

Ліквідність інвестицій – це їх потенційна здатність за короткий час і без суттєвих фінансових втрат трансформуватися у грошові засоби.

Оцінка ліквідності інвестицій у часі вимірюється звичайно у кількості днів, необхідних для реалізації на ринку того чи іншого об'єкту інвестування. За цим показником спектр ліквідності різних об'єктів інвестування достатньо широкий:

- високий рівень ліквідності: депозитні внески до запитання; цінні папери з коротким періодом обігу (короткострокові ощадні сертифікати, короткотермінові облігації, короткотермінові векселі); термінові депозитні внески у банк; цінні папери із тривалим періодом обігу (довгострокові облігації, довгострокові ощадні сертифікати, акції підприємств); обладнання, машини, механізми; нерухомість споживчого призначення (дачі, квартири, котеджі);

- низький рівень ліквідності: приміщення і споруди виробничого призначення, виробничі об'єкти незавершеного будівництва.

У інвестиційні практики за критерієм витрат часу на реалізацію ліквідність активів прийнято класифікувати таким чином:

- терміново ліквідні об'єкти інвестування – трансформуються у гроші протягом 7 днів;

- високоліквідні об'єкти інвестування – можливий термін реалізації від 8 до 30 днів;

- середньоліквідні об'єкти інвестування – реалізуються у термін від 1 до 3 місяців;

- низьколіквідні об'єкти – термін реалізації перевищує 3 місяці.

Оцінка ліквідності інвестицій у часі може здійснюватися не лише за окремими об'єктами інвестування, але й по всьому інвестиційному портфелю.

Частка терміново ліквідних інвестицій у їх загальному обсязі:

$$D_m = I_m \times 100 / I, \quad (2.13)$$

де I_m – сумарна оцінка вартості терміново ліквідних інвестицій;

I – загальний обсяг інвестицій.

Частка низьколіквідних інвестицій у загальному їх обсязі:

$$D_n = I_n \times 100 / I, \quad (2.14)$$

де I_n – коефіцієнт співвідношення терміново ліквідних та низьколіквідних інвестицій:

$$Kc = Im + Iv / In + Ic \quad (2.15)$$

де I_v – сумарна оцінка високоліквідних активів;
 I_c – сумарна оцінка середньоліквідних активів

Чим вищим є значення цього коефіцієнта, тим більш ліквідним вважається інвестиційний портфель.

Оцінка ліквідності за рівнем фінансових втрат проводиться на базі аналізу окремих видів фінансових втрат і витрат. До фінансових втрат, викликаних трансформацією об'єкта інвестування у грошові засоби, відносять часткову втрату первинних вкладень капіталу у зв'язку із реалізацією об'єкта незавершеного будівництва, продажем цінних паперів в період їх низького котирування. До фінансових витрат, пов'язаних із ліквідністю інвестицій належать суми податків, сплачених при реалізації об'єкту, комісійна винагорода посередників та ін. Оцінка ліквідності інвестицій за рівнем фінансових втрат здійснюється шляхом співвіднесення цієї суми до суми інвестицій. Низький рівень виражається у показнику 5%, середній – 6-10%, високий – 11-20% і дуже високий – більше 20%.

Питання для самоконтролю

1. Розкрийте сутність концепції зміни вартості грошей у часі.
2. Назвіть чинники, які впливають на зміну вартості грошей у часі.
3. Що таке майбутня і теперішня вартість чистого грошового потоку?
4. Назвіть і охарактеризуйте види грошового потоку.
5. Що таке дисконтування?
6. Як визначається ставка дисконту?
7. Як впливає інфляція на результати інвестиційної діяльності?
8. Що таке номінальна та реальна вартість чистого грошового потоку від інвестиційної діяльності?
9. Як здійснюється врахування інфляції при оцінці інвестицій?
10. Що таке інвестиційні ризики?
11. Які ви знаєте види інвестиційних ризиків за окремими ознаками?
12. Назвіть методи кількісної оцінки рівня інвестиційних ризиків. цц

ТЕМА 3. ОЦІНКА ТА ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

3.1. Поняття інвестиційного ринку, його види та сегменти.

3.2. Кон'юнктура інвестиційного ринку, методи її аналізу та прогнозування.

3.3. Поняття інвестиційної привабливості регіону, сектора економіки, підприємства та методичні засади її дослідження.

***Ключові слова:** інвестиційний ринок, сегменти інвестиційного ринку, ринок інструментів фінансового інвестування, ринок об'єктів реального інвестування, інфраструктура інвестиційного ринку, кон'юнктура інвестиційного ринку, інвестиційна привабливість регіону, сектора економіки, підприємства.*

3.1. Поняття інвестиційного ринку, його види та сегменти

Інвестиційний ринок (ринок інвестицій та ринок інвестиційних товарів) – це сукупність економічних відносин між продавцями та споживачами інвестиційних товарів та послуг.

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

Сутність операцій на інвестиційному ринку значною мірою визначається видом інвестиційного товару, тому розглянемо **видову** систематизацію інвестиційних ринків за основними ознаками.

За об'єктами забезпечення різних видів інвестування:

- ринок об'єктів реального інвестування, де об'єктом купівлі-продажу є всі види товарів і послуг, які забезпечують процес реального інвестування окремих суб'єктів господарювання. Він включає ринки прямих капітальних вкладень; цілісних майнових комплексів (об'єктів, що приватизуються); нерухомості; інших об'єктів реального інвестування;

- ринок інструментів фінансового інвестування, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають усі види інвестиційних інструментів та послуг, що забезпечують процес фінансового інвестування різних суб'єктів господарювання. Він включає фондовий та грошовий ринок.

За видами інвестиційних товарів, інструментів і послуг:

- ринок нерухомості, де здійснюється купівля-продаж цілісних майнових комплексів; об'єктів приватизації, які цілком продаються на аукціонах, за конкурсом або повністю викуповуються трудовими колективами (та частина приватизованих об'єктів, які спочатку акціонується, а потім реалізуються у вигляді пакетів акцій, є об'єктами фінансового інвестування); виробничих об'єктів незавершеного будівництва; офісів, квартир, земельних ділянок та ін.;

- на ринку капітальних товарів відбувається обіг товарів виробничо-технічного призначення (машин, механізмів, виробничого обладнання), засобів зв'язку і комунікації, комп'ютерної техніки, а також широкої номенклатури товарів будівельного призначення (будматеріалів);

- на ринку об'єктів інноваційного інвестування здійснюється купівля-продаж патентів на винаходи і відкриття, ліцензій на права їх використання, ноу-хау, торгових марок, товарних знаків та інших прав. Цей ринок дозволяє підприємствам у процесі інвестиційної діяльності формувати необхідні нематеріальні активи;

- предметом обігу на ринку інших об'єктів реального інвестування є всі інші товари, які не увійшли в розглянуті вище групи, що використовуються в процесі здійснення реальних інвестицій у необоротні та оборотні операційні активи підприємства. Цей ринок пов'язаний з операціями інвестування в предмети колекціонування (художні твори, антикваріат, нумізматичні цінності), дорогоцінні метали і камені та інші матеріальні цінності;

- ринок послуг у сфері реального інвестування, об'єктом обігу на якому виступають такі види послуг як підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів (консультування); проектування окремих об'єктів або технологічних процесів, здійснення будівельно-монтажних робіт та ін.;

- ринок цінних паперів (або фондовий ринок), об'єктом купівлі-продажу на якому є всі види цінних паперів (фондових інструментів), емітованих підприємствами, різними фінансовими інститутами і державою;

- ринок грошових інструментів інвестування, що представлений такими інструментами як грошові внески. Крім того, інфляційні процеси зробили об'єктом інвестування вільно конвертовану валюту (придбання іноземної валюти на валютному ринку для здійснення зовнішньоекономічних операцій до інвестицій не відноситься);

- ринок золота (та інших дорогоцінних металів – срібла, платини), де об'єктом купівлі-продажу виступають усі види цінних металів. На цьому ринку здійснюються операції страхування фінансових активів, забезпечення резервування цих активів для придбання необхідної валюти в процесі міжнародних розрахунків, здійснення інвестиційних спекулятивних угод. Цей же ринок задовольняє також потреби в промислово-побутовому споживанні

цих металів, у приватній їх тезаврації;

- ринок послуг у сфері фінансового інвестування, об'єктом обігу на якому виступають посередницькі послуги, послуги з реєстрації та зберігання цінних паперів, інформаційні та інші види послуг.

За організаційними формами функціонування виділяють такі види інвестиційних ринків:

- організований (біржовий) ринок, що представлений системою товарних, фондових і валютних бірж, на яких забезпечується висока концентрація попиту і пропозиції в одному місці; встановлюється найбільш об'єктивна ціна на окремі інвестиційні товари та послуги, фінансові інструменти; проводиться перевірка фінансової спроможності емітентів цінних паперів, що допускаються до торгів; процедура торгів носить відкритий характер; гарантується виконання укладених угод;

- неорганізований (позабіржовий або вуличний, тротуарний) ринок, на якому здійснюється купівля-продаж інвестиційних товарів, фінансових інструментів і послуг, угоди за якими не реєструються на біржі. Водночас, цей ринок забезпечує обіг більш широкої номенклатури інвестиційних товарів, фінансових інструментів і послуг; задовольняє потребу окремих інвесторів у інвестиційних об'єктах і фінансових інструментах з високим рівнем ризику, а відповідно приносять більш високий дохід; більшою мірою забезпечує таємницю здійснення окремих операцій.

За регіональною ознакою виділяють:

- місцевий інвестиційний ринок, представлений в основному операціями місцевих продавців реальних інвестиційних товарів, неорганізованих торговців цінними паперами з їх контрагентами, а також угодами в сфері послуг за реальним інвестуванням;

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

- національний інвестиційний ринок, що включає всю систему інвестиційних ринків країни, всіх їх видів і організаційних форм;

- світовий інвестиційний ринок, що є складовою світової ринкової системи, в який інтегровані національні інвестиційні ринки країн з відкритою економікою.

За терміновістю реалізації угод, укладених на інвестиційному ринку, виділяють такі види ринків:

- з негайною реалізацією умов угод (ринок спот або кеш);

- з реалізацією умов угод у майбутньому періоді (ринок угод на термін - ф'ючерсний, опціонний та ін.).

За періодом обігу фінансових інструментів: ринок грошей, ринок капіталу.

За умовами обігу фінансових інструментів розрізняють первинний ринок, на якому здійснюється первинне розміщення ЦП, та вторинний ринок, де постійно обертаються цінні папери, раніше продані на первинному ринку.

Розглянута систематизація інвестиційних ринків може бути істотно поглиблена за рахунок сегментації кожного з видів цих ринків.

Сегментація інвестиційного ринку – це процес цілеспрямованого поділу його видів на індивідуальні сегменти, що відрізняються характером інвестиційних товарів, інструментів і послуг, які на ньому обертаються.

Так, на ринку нерухомості виділяються такі сегменти як ринки підприємств – цілісних майнових комплексів, ринки офісів, ринки об'єктів незавершеного будівництва та ін.; на фондовому ринку виділяють такі сегменти як ринок облігацій, ринок акцій, ринок деривативів та ін.

Наявність широко розгалуженої системи різних видів і сегментів інвестиційного ринку, що інтегрує в собі значну частину товарного ринку, фінансового ринку та ринку послуг, створює необхідні передумови для підготовки та реалізації альтернативних управлінських рішень у процесі інвестиційного менеджменту.

Інвестиційний ринок як система включає суб'єкти (інвесторів, підрядників, замовників, проектні і науково-дослідні організації та ін.), об'єкти (матеріальні і нематеріальні, права, ліцензії, патенти, ноу-хау), інфраструктуру ринку (банки, біржі, пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди, інженерно-консультаційні фірми, суд, арбітраж та ін.), ринкові механізми, контроль з боку держави за дією ринкового механізму.

Інфраструктура інвестиційного ринку формує інформаційне та обслуговуюче середовище, що дозволяє інвестору працювати з мінімальним ризиком. За змістом умовно виділяють регулюючу, функціональну та інформаційну складові інфраструктури.

Регулююча складова інфраструктури забезпечує впорядкування інвестиційних відносин шляхом установлення правил, стандартів та критеріїв поведінки на ринку, та яка включає: державні органи регулювання ринку інвестицій (Кабінет Міністрів, НБУ, Міністерство економіки, Міністерство фінансів, Фонд державного майна, Антимонопольний комітет), які виконують на ринку законодавчі, ліцензійні та наглядові функції та процедури.

Функціональна складова інфраструктури ІР – це фінансово-кредитні інститути та сервісні організації, які здійснюють спеціалізовану діяльність із: залучення тимчасово вільних коштів на фінансування інвестиційних проектів; створення правових, економічних і організаційних умов для сталого розвитку

суб'єктів господарювання; співробітництва з міжнародними, іноземними та українськими організаціями; забезпечення проведення техніко-економічних експертиз програм та проектів підприємницької діяльності, консультаційної підтримки підприємців із юридичних питань, ведення звітності, оподаткування та пошуку ефективних джерел фінансування; страхування проектних та кредитних ризиків; сприяння розвитку ринкових відносин через створення, підтримку та розвиток малих та середніх приватних підприємств та ін.

Інформаційна складова інфраструктури ІР включає ділові видання, Інтернетсайти рейтингових систем привабливості підприємств та ін.

3.2. Кон'юнктура інвестиційного ринку, методи її аналізу та прогнозування

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

Кон'юнктура ІР має характерні 4 стадії:

1) **підйом кон'юнктури** – пов'язаний з підвищенням активності ринкових процесів у зв'язку із пожвавленням економіки в цілому. Характеризується ростом обсягів попиту на об'єкти інвестування, підвищенням рівня цін, розвитком конкуренції серед інвестиційних посередників;

2) **кон'юнктурний бум** – пов'язаний з різким зростанням попиту на усі інвестиційні товари, які пропозиція, не дивлячись на ріст, задовольнити не може. Одночасно ростуть ціни на всі об'єкти інвестування, підвищуються доходи інвесторів та інвестиційних посередників;

3) **ослаблення кон'юнктури** – пов'язане із зниженням інвестиційної активності у зв'язку із спадом у економіці в цілому, відносно повним насиченням попиту на об'єкти інвестування та деяким надлишком їх пропозиції. Характерним є спочатку стабілізація, а потім зниження цін на більшість об'єктів інвестування. Знижуються доходи інвесторів та інвестиційних посередників;

4) **кон'юнктурний спад** – найбільш несприятлива стадія, яка характеризується найнижчим рівнем попиту та скороченням обсягів пропозиції об'єктів інвестування. Суттєво знижуються ціни на об'єкти інвестування, доходи інвесторів та інвестиційних посередників падають якнайнижче (збитки).

Постійна зміна кон'юнктури ІР вимагає систематичного дослідження та моніторингу. Вивчення кон'юнктури ІР передбачає певні стадії.

1. **Поточне спостереження** за інвестиційною активністю і, в першу

чергу, в тих сегментах ринку, в яких планується здійснити, або вже здійснюється ІД. Поточне спостереження за станом ІР вимагає формування системи показників, які характеризують окремі його елементи (попит, пропозиція, ціни, конкуренція), а також постійного їх моніторингу. Результати поточного спостереження за кон'юнктурною ІР фіксуються в табличній або графічній формі.

2. Аналіз поточної кон'юнктури та тенденцій її розвитку. Виявляються особливості конкретних сегментів ІР і тих змін, які відбуваються на ринку у момент спостереження порівняно з попереднім періодом. Аналіз проводиться в два етапи: на першому – розраховуються показники, які характеризують поточну кон'юнктуру ІР (на основі інформативних показників поточного спостереження). На другому етапі виявляються передумови до змінення поточної кон'юнктурної стадії ІР.

3. Прогнозування кон'юнктури для вибору основних напрямків стратегії ІД та формування інвестиційного портфелю. Основне завдання – визначити тенденції факторів, які формують інвестиційний клімат і впливатимуть на ринок у перспективі.

Прогноз кон'юнктури ІР є ймовірним процесом і має три етапи:

1) **вибір періоду** прогнозування – короткотерміновий прогноз (до 1 року) – для вироблення тактики інвестування і формування інвестиційного портфелю за рахунок різних короткотермінових фінансових інструментів; середньотерміновий прогноз (від 1 до 3 років) – для коректування стратегії ІД; формування інвестиційного портфелю за рахунок невеликих за капіталоемністю об'єктів реального інвестування і різних довготермінових фінансових інструментів; реінвестування коштів, які вкладені у неефективні інвестиційні проекти; довготерміновий прогноз (більше 3 років) пов'язаний у першу чергу з виробленням стратегії ІД і формуванням інвестиційного портфелю за рахунок великих капіталоемних об'єктів реального інвестування.

2) **визначення глибини прогнозних розрахунків**, що залежить від ІД і пов'язана зі ступенем сегментації ІР. У процесі такої сегментації можуть бути виділені окремі галузі, підгалузі, регіони та ін.;

3) **вибір методів прогнозування і здійснення прогнозних розрахунків.** Прогнозування кон'юнктури ІР здійснюється двома основними методами:

– **факторний (фундаментальний)** метод базується на вивченні окремих факторів, які впливають на попит, пропозицію, ціну, і рівень конкуренції, а також на визначенні можливої зміни цих факторів в майбутньому періоді (загальноекономічні, внутрішньо ринкові);

– **трендовий (прикладний, технічний)** метод поширює виявлену в процесі аналізу кон'юнктуру тенденцію на майбутній період. Цей метод є

недостатньо точним і може бути використаний лише для короткотермінового прогнозування.

Обидва методи можуть бути доповнені методом **експертних оцінок**.

Процес вивчення ІР складається з ряду послідовних етапів:

– оцінка та прогнозування макроекономічних показників розвитку ІР. Ця оцінка дозволяє визначити інвестиційний клімат в країні і ефективність умов ІД на окремих етапах її розвитку;

– оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості галузей економіки;

– оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості регіонів;

– оцінка інвестиційної привабливості окремих компаній та фірм.

Така послідовність вивчення ІР і окремих його сегментів дозволяє отримати надійну інформацію для розробки стратегії ІД і формування ефективного інвестиційного портфелю.

3.3. Поняття інвестиційної привабливості регіону, сектору економіки, підприємства та методичні засади її дослідження

Інвестиційна привабливість розглядається на рівні країни, регіону, сфери економічної діяльності (сектора економіки), підприємства, оскільки привабливість кожного інвестиційного проекту визначається привабливістю всіх цих складових.

Два перші підходи – це комплексний макроекономічний аналіз інвестиційного потенціалу країни загалом, регіону або окремого сектора економіки в їхніх межах. Він включає огляд, аналіз та оцінку природно-ресурсного потенціалу, промислово-виробничої структури, соціально-економічної інфраструктури, демографічної та екологічної ситуації та ін..

Підхід на рівні підприємства – це аналіз на мікроекономічному рівні щодо інвестиційних потреб, ідей, можливостей окремого підприємства.

Процес вивчення інвестиційної привабливості на будь-якому рівні складається з трьох етапів:

- визначення системи інформативних показників для дослідження;
- побудова системи аналітичних показників і проведення оцінювання інвестиційної привабливості;
- прогнозування інвестиційної привабливості окремих об'єктів.

Інвестиційна привабливість країни чи регіону – це сукупність чинників (політичних, економічних, правових, соціальних, екологічних та ін.), які зумовлюють поведінку діючих та потенційних суб'єктів інвестиційної

діяльності щодо вкладання інвестицій у розвиток економіки країни чи регіону. Чинниками, що зумовлюють їх інвестиційну привабливість є:

- 1) наявність ресурсно-сировинної бази та особливості природно-кліматичних умов;
- 2) економіко-географічне положення та рівень його інфраструктурної забезпеченості;
- 3) виробнича та наукова спеціалізація регіону;
- 4) наявність трудового потенціалу та рівень його кваліфікації;
- 5) сукупна купівельна спроможність населення;
- 6) розвиненість інституціональної ринкової структури (біржі, банки, фінансові посередники, страхові компанії та ін.);
- 7) загальнодержавні чинники (рівень політичної стабільності, чинна система законодавства, системи оподаткування, умов діяльності іноземних інвесторів та ін.).

Оцінка інвестиційної привабливості регіонів може здійснюватись на основі рангування за певною системою узагальнюючих і аналітичних показників, які можуть бути згруповані таким чином: рівень загальноекономічного розвитку, рівень розвитку інвестиційної інфраструктури, демографічна характеристика, рівень розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури, рівень криміногенних, екологічних та інших ризиків. Розрахунок інтегрального показника інвестиційної привабливості визначається шляхом підсумовування добутоків рангового значення окремого показника на його відносну значущість (табл. 3.1).

Таблиця 3.1. Групи показників інвестиційної привабливості регіонів

Перелік груп показників	Вага показників, %
Рівень загальноекономічного розвитку	35
Рівень розвитку інвестиційної інфраструктури регіону	15
Демографічна характеристика регіону	15
Рівень розвитку ринкових відносин та комерційної інфраструктури регіону	25
Рівень криміногенних, екологічних та інших ризиків	10

В Україні використовуються різні методики, зокрема, розроблені О. Бланком і А. Гойко. В основу дослідження оцінки покладено ранжування територіальної структури районів України, дані Міністерства статистики, показники інвестиційних проектів. Результати оцінки і прогнозування інвестиційної привабливості регіонів дозволяють вітчизняним та іноземним інвесторам приймати рішення щодо вкладання інвестицій.

Інвестиційну привабливість галузі можна оцінити за рівнем прибутковості активів, інвестиційних ризиків або перспективності розвитку і за ними здійснити рангування. Враховуються такі аналітичні показники як значущість галузі в економіці країни (за часткою продукції галузі у ВВП), соціальна значущість (за чисельністю працівників), ступінь державної підтримки розвитку. Розрахунок інтегрального показника інвестиційної привабливості секторів економіки можна здійснити шляхом послідовного додавання добутоків рангового значення кожного узагальнюючого показника на його значущість. Найчастіше здійснюється таке їх групування: пріоритетні (металургія), з достатньо високою інвестиційною привабливістю (нафтодобувна і газова промисловість, машинобудування і металообробка), з середньою інвестиційною привабливістю (хімічна і нафтохімічна промисловість, виробництво збірного залізобетону), з низькою інвестиційною привабливістю (вугільна, цукрова промисловість, електроенергетика).

Інвестиційна привабливість підприємства – це його інтегральна характеристика як об'єкта майбутнього інвестування з позиції перспектив розвитку (динаміки обсягів продажу, конкурентоспроможності продукції), ефективності використання ресурсів і активів, їхньої ліквідності, стану платоспроможності і фінансової стійкості, а також значення низки неформалізованих показників: економіко-географічне положення, галузева приналежність, статус власності, інтелектуальний капітал підприємства, діловий імідж керівництва підприємства, лояльність клієнтів, вартість бренда, положення на ринку, конкурентоспроможність підприємства, збалансованість контрольних карт, оборотність капіталу, фінансова стійкість підприємства, прибутковість (рентабельність) діяльності, платоспроможність і ліквідність, структура активів і капіталу.

Усі чинники, які впливають на інвестиційну привабливість підприємства, можна умовно розділити на дві групи:

- зовнішні, що мають визначальний вплив на роботу підприємства ззовні (сфера діяльності, розташування, відносини з владою, власники);
- внутрішні, що існують усередині підприємства (виробничий потенціал, фінансовий стан, менеджмент, інвестиційна програма).

Вони формують зовнішні та внутрішні ризики.

Напрями аналізу інвестиційної привабливості підприємства та його методика залежать від цілей, що стоять перед інвестором. Оцінка інвестиційної привабливості може здійснюватися як із позиції результатів аналізу показників фінансового стану підприємства, так і з позиції його виробничих можливостей. Оцінка інвестиційної привабливості з першої позиції є традиційною і широко використовується в інвестиційному менеджменті, з другої – здійснюється в ході

об'єктного аналізу.

Основними методиками аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства є: методика, що ґрунтується на аналізі не фінансових показників, інтеграція фінансових і не фінансових показників, методика на основі аналізу фінансових показників, методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості, об'єктний аналіз. Кожна з методик має свої особливості, але призначення всіх цих методик зводиться до одного: встановити, чи доцільне інвестування коштів в аналізоване підприємство.

Крім цих методик використовуються; методика, розроблена колективом авторів Київського державного технічного університету будівництва й архітектури; методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості, запропонована Агенцією з питань запобігання банкрутству підприємств і організацій; методика, що ґрунтується на аналізі фінансових показників.

Для оцінки інвестиційної привабливості використовують фінансові коефіцієнти, що відповідають цілям і глибині аналізу та враховують інтереси основних користувачів (табл. 3.2).

Таблиця 3.2. Система фінансових коефіцієнтів

Підсистема коефіцієнтів	Показник
Відображає інтереси короткострокових кредиторів (інвесторів)	Оборотний (робочий) капітал. Коефіцієнт поточної ліквідності. Швидкий коефіцієнт поточної ліквідності. Оборотноість дебіторської заборгованості. Оборотноість товарно-матеріальних коштів
Відображає інтереси довгострокових кредиторів (інвесторів)	Коефіцієнт покриття процентних платежів. Співвідношення між позиковим і власним капіталом. Відношення позикового капіталу до загальної суми активів
Відображає інтереси акціонерів (інвесторів)	Норма прибутку на акцію. Норма прибутку акціонерного капіталу. Коефіцієнт котирування акції. Показник виплати дивідендів. Прибутковість акцій. Відношення ціни до норми прибутку на акцію. Коефіцієнт стійкості зростання

Варто підкреслити, що коефіцієнти мають найбільший зміст у випадку, коли можна простежити їх динаміку за певний час (3–5 років) або за умов порівняльного аналізу (до і після реалізації інвестиційного проекту).

Питання для самоконтролю

1. Розкрийте поняття інвестиційного ринку.
2. Наведіть класифікацію видів та сегментів інвестиційного ринку.
3. Дайте характеристику окремих видів та сегментів інвестиційного ринку.
4. Що таке кон'юнктура інвестиційного ринку?
5. Якою буває кон'юнктура інвестиційного ринку?
6. Назвіть методи поточного спостереження кон'юнктури інвестиційного ринку.
7. Розкрийте сутність моніторингу інвестиційного ринку та принципи його організації на підприємстві.
8. Охарактеризуйте основні методи аналізу та прогнозування поточної кон'юнктури інвестиційного ринку.
9. Що таке інвестиційна привабливість?
10. Назвіть основні чинники формування інвестиційної привабливості підприємства, галузі, регіону.

ТЕМА 4. ІНВЕСТИЦІЙНА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

4.1. Поняття інвестиційної стратегії підприємства.

4.2. Основні етапи процесу формування інвестиційної стратегії.

4.3. Оцінка інвестиційної стратегії.

Ключові слова: інвестиційна стратегія, стратегічна зона господарювання, стратегічний інвестиційний центр, типи інвестиційних стратегій, процес формування інвестиційної стратегії.

4.1. Поняття інвестиційної стратегії підприємства.

Необхідність забезпечення стійкого стану підприємства на ринку, його економічного розвитку вимагає відповідної інвестиційної підтримки. Це обумовлює необхідність чіткої системи управління інвестиційною діяльністю на основі науково передбачення її напрямків і форм, забезпечення здатності адаптуватись до загальних цілей розвитку підприємства та умов зовнішнього середовища його функціонування. Ефективним інструментом перспективного управління інвестиційною діяльністю підприємства є інвестиційна стратегія.

Інвестиційна стратегія – це певний напрям інвестиційної діяльності підприємства, який визначає пріоритети розвитку, характер формування інвестиційних ресурсів і забезпечує реалізацію довгострокових цілей.

Інвестиційна стратегія є найважливішою складовою загальної системи стратегічного набору підприємства, основними елементами якого є місія, стратегічні цілі, система функціональних стратегій, засоби формування і розподілу ресурсів.

Актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства визначається рядом умов. Найважливішими з них є:

- інтенсивність зміни чинників зовнішнього інвестиційного середовища;
- майбутній перехід до нової стадії життєвого циклу. Кожній із стадій життєвого циклу підприємства властиві характерні рівень інвестиційної активності, напрямки і форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів і саме інвестиційна стратегія дозволяє заздалегідь адаптувати інвестиційну діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його економічного розвитку;

- кардинальна зміна цілей операційної діяльності підприємства у зв'язку з новими комерційними можливостями. Реалізація таких цілей потребує зміни виробничого асортименту, впровадження нових виробничих технологій,

освоєння нових ринків збуту продукції та ін.

Розробка інвестиційної стратегії базується на досягнутому стратегічному та інвестиційному рівні підприємства. У процесі такої ідентифікації має бути отримане чітке уявлення про параметри, що характеризують можливості й обмеження розвитку інвестиційної діяльності підприємства, а саме:

1) рівень стратегічного мислення власників та інвестиційних менеджерів підприємства;

2) рівень знань інвестиційних менеджерів про стан, майбутню динаміку найважливіших елементів зовнішнього інвестиційного середовища;

3) перспективи формування інвестиційних ресурсів підприємства, їх антиінфляційний захист;

4) відповідність рівня інвестиційної активності підприємства поточним і перспективним вимогам його розвитку, повнота використання його інвестиційного потенціалу;

5) наявність у підприємства цілісної стратегічної концепції у вигляді місії, загальної стратегії, системи стратегічних нормативів розвитку та ін. та її структурованість в розрізі окремих підрозділів;

6) ефективність систем інвестиційного аналізу, планування і контролю підприємства та їх зорієнтованість на вирішення стратегічних задач;

7) відповідність організаційної структури управління інвестиційною діяльністю підприємства задачам його перспективного розвитку;

8) рівень інвестиційної та організаційної культури підприємства.

Поєднання в інвестиційній стратегії системи цілей і шляхів їх досягнення визначає межі можливої інвестиційної активності підприємства і прийнятих інвестиційних рішень за напрямками та формами його інвестиційної діяльності в перспективному періоді. Інвестиційну стратегію підприємства можна охарактеризувати також як систему формалізованих критеріїв, згідно яких вона оцінює і реалізує свої інвестиційні можливості, моделює перспективну інвестиційну позицію і забезпечує її досягнення. Отже, інвестиційна стратегія спрямовує розвиток інвестиційної діяльності підприємства.

Вибір інвестиційної стратегії зазвичай відповідає основним напрямкам інвестиційної діяльності, а саме: підтримання простого відтворення, приріст оборотних засобів, капітальне будівництво, фінансування інновацій та НДДКР.

Процес розробки інвестиційної стратегії пов'язаний із попереднім виділенням об'єктів стратегічного управління підприємства. Як правило, виділяють три основні групи об'єктів стратегічного управління:

1) інвестиційна діяльність підприємства загалом;

2) інвестиційна діяльність стратегічної зони господарювання;

3) інвестиційна діяльність стратегічного інвестиційного центру.

Підприємство як об'єкт стратегічного інвестиційного управління являє собою відкриту комплексну систему, що інтегрує всі напрямки і форми інвестиційної діяльності його різноманітних структурних господарських підрозділів.

Стратегічна зона господарювання – це самостійний господарський сегмент в рамках підприємства (організації), що здійснює свою діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю попиту, використовуваною сировиною або виробничою технологією. Інвестиційна стратегія стратегічної зони господарювання є самостійним (автономним) блоком у загальній системі стратегічного інвестиційного управління на підприємстві.

Стратегічний інвестиційний центр – це самостійна структурна одиниця підприємства, що спеціалізується на виконанні окремих функцій або напрямків інвестиційної діяльності, забезпечує ефективну діяльність окремих стратегічних зон господарювання і підприємства в цілому. Інвестиційна стратегія таких центрів обмежена функціональними напрямками їх діяльності і підпорядкована задачам загального стратегічного інвестиційного управління.

Розробка інвестиційної стратегії дозволяє вирішити такі задачі:

1) забезпечити механізм реалізації довгострокових загальних та інвестиційних цілей майбутнього економічного і соціального розвитку підприємства в цілому й окремих його структурних одиниць;

2) оцінити інвестиційні можливості підприємства, забезпечити максимальне використання його інвестиційного потенціалу і активне маневрування інвестиційними ресурсами;

3) забезпечити швидку реалізацію нових інвестиційних можливостей, що виникають у процесі динамічних змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища;

4) мінімізувати негативні для підприємства наслідки змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища, які неможливо передбачити заздалегідь;

5) визначити переваги інвестиційної діяльності підприємства порівняно з його конкурентами;

6) забезпечити чіткий взаємозв'язок стратегічного, поточного та оперативного управління інвестиційною діяльністю підприємства;

7) забезпечити реалізацію відповідного менталітету інвестиційної поведінки в найбільш важливих стратегічних інвестиційних рішеннях підприємства;

8) формувати основні критерії вибору реальних інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування;

9) забезпечити передумови для стратегічних змін організаційної

структури управління й організаційної культури підприємства.

Основною передумовою для формування інвестиційної стратегії підприємства є його загальна стратегія економічного розвитку. Відносно неї інвестиційна стратегія має підлеглий характер і повинна узгоджуватися з нею за цілями і етапами здійснення. Таким чином, інвестиційна стратегія повинна розглядатися як частина єдиної стратегії діяльності підприємства. При цьому вона виступає як найважливіший фактор забезпечення ефективного розвитку підприємства в майбутньому.

Типи інвестиційних стратегій.

За об'єктами розміщення капіталу виділяють **стратегії реального і фінансового інвестування**. Залежно від потенціалу інвестиційних ресурсів, завдань і характеру диверсифікації діяльності, можливостей впровадження нових технологій підприємство може обирати такі варіанти стратегії реального інвестування: стратегію капітального інвестування; стратегію інноваційного інвестування в нематеріальні активи; стратегію інвестування приросту оборотних активів.

Стратегія капітального інвестування може здійснюватися в таких формах: реконструкція, поновлення окремих видів обладнання, модернізація, будівництво нових об'єктів із завершеним технологічним циклом, придбання цілісних майнових комплексів. Стратегія інноваційного інвестування в нематеріальні активи реалізується шляхом: розробки нової продукції, придбання патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки; придбання ліцензій, ноу-хау та ін. Стратегія інвестування приросту оборотних активів (запасів сировини, матеріалів, напівфабрикатів, інших ресурсів) забезпечує необхідну збалансованість і пропорційність процесу збільшення обсягів виробництва продукції підприємством.

Стратегія фінансового інвестування полягає в розміщенні тимчасово вільного капіталу підприємства в різноманітні фінансові інструменти (активи), серед яких найбільш значну частину становлять цінні папери.

За цілями формування інвестиційного прибутку виділяють інвестиційну **стратегію прибутку і стратегію зростання**.

Інвестиційна стратегія прибутку передбачає формування інвестиційного портфелю за критерієм максимізації інвестиційного прибутку в поточному періоді без урахування темпів приросту капіталу в довгостроковій перспективі. Завданням стратегії прибутку є забезпечення швидкої поточної віддачі від інвестицій, незважаючи на те, що в майбутньому ці інвестиції могли б забезпечити більш високу норму прибутку.

Інвестиційна стратегія зростання передбачає формування інвестиційного портфелю за критерієм максимізації темпів приросту інвестиційного капіталу в

довгостроковій перспективі, незалежно від рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді. Завданням стратегії є забезпечення високих темпів зростання ринкової вартості підприємства. Таку інвестиційну стратегію можуть дозволити собі тільки компанії із стабільним фінансовим станом.

За характером участі в інвестиційному процесі виділяють стратегії **прямого і непрямого інвестування**.

Стратегія прямого інвестування передбачає пряму участь інвестора у виборі об'єктів інвестування і розміщення капіталу, зазвичай, це вкладання капіталу у статутні фонди підприємств.

Стратегія непрямого інвестування передбачає розміщення капіталу через фінансових посередників.

Стратегії фінансування інвестиційних проектів.

За схемами фінансування інвестиційних проектів: стратегії акціонування, повного самофінансування, кредитного фінансування, лізингу, змішаного фінансування.

Стратегія акціонування застосовується для реалізації масштабних реальних інвестиційних проектів при галузевій чи регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності підприємства.

Стратегія повного самофінансування передбачає фінансування інвестиційного проекту виключно за рахунок власних фінансових ресурсів, які формуються із внутрішніх джерел підприємства. Така стратегія фінансування використовується для реалізації невеликих реальних інвестиційних проектів.

Стратегія кредитного фінансування застосовується для реалізації невеликих короткострокових інвестиційних проектів з високою нормою прибутковості інвестицій. В окремих випадках ця стратегія застосовується і для реалізації середньострокових інвестиційних проектів, якщо рівень прибутковості по ним значно перевищує ставку відсотка за довгостроковим фінансовим кредитом.

Стратегія лізингу застосовується при нестачі фінансових ресурсів чи високій вартості фінансового кредиту для реалізації інвестиційних проектів у модернізації чи реконструкції підприємства.

Стратегія змішаного фінансування ґрунтується на різних комбінаціях розглянутих варіантів і може бути використаною при реалізації всіх видів інвестиційних проектів.

За рівнем інвестиційного ризику виділяють консервативну (низько ризикову), помірну (середньоризикову), агресивну (високоризикову) та стратегію диверсифікації.

Консервативна (низькоризикова) стратегія передбачує формування інвестиційного портфелю з мінімальним рівнем інвестиційного ризику. Така

стратегія застосовується найбільш обережними інвесторами. При цьому ризик втрати інвестованого капіталу відсутній, а одержання розрахованої суми інвестиційного прибутку практично гарантовано.

Помірна (середньоризикова) інвестиційна стратегія передбачає формування інвестиційного портфелю із близьким до середнього в галузі рівнем ризику. При такому варіанті інвестиційної стратегії норма інвестиційного прибутку на вкладений капітал буде також близькою до середньої на галузевому ринку.

Агресивна (високоризикова) інвестиційна стратегія передбачає формування інвестиційного портфелю для одержання максимального поточного прибутку незалежно від рівня інвестиційного ризику. При цьому існує значна загроза втрати інвестованого капіталу.

4.2. Основні етапи процесу формування інвестиційної стратегії.

Формування інвестиційної стратегії – це складний творчий процес, який потребує високої кваліфікації спеціалістів. Складність полягає в такому:

- формування стратегії базується на складанні прогнозу інвестиційної діяльності та кон'юнктури інвестиційного ринку як в цілому, так і окремих його сегментів, що являється трудомістким процесом;
- при формуванні інвестиційної стратегії здійснюється великий пошук альтернативних варіантів інвестиційних рішень, які б відповідали напрямкам розвитку компанії;
- стратегія не є постійною, а потребує періодичного корегування з врахуванням змін в зовнішньому оточенні та нових можливостей росту компанії.

Процес формування інвестиційної стратегії передбачає такі етапи:

- 1) визначення періоду реалізації інвестиційної стратегії. Цей етап містить такі складові частини:
 - прогнозування розвитку економіки в цілому й інвестиційному ринку зокрема;
 - встановлення періоду, який відповідає базовій стратегії підприємства;
 - урахування галузевої приналежності підприємства;
 - урахування розміру підприємства, його потужностей і темпів розвитку.
- 2) визначення стратегічних цілей розвитку інвестиційної діяльності підприємства. Даний етап містить такі частини:
 - забезпечення приросту капіталу й активів;
 - підвищення рівня рентабельності інвестиційної діяльності;

- оптимізація пропорцій у структурі реального і фінансового інвестування;

- удосконалювання технологічної і відтворювальної структури інвестицій;

- удосконалювання галузевої і регіональної спрямованості інвестиційних програм і проектів, а також забезпечення відповідної диверсифікованості інвестиційної діяльності.

3) розробка найбільш ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності. Даний етап містить:

- розробку напрямків формування і вкладення капіталу;

- розробку системи заходів досягнення ефективності інвестиційної діяльності підприємства;

- розробку етапів реалізації прийнятої системи заходів досягнення стратегічних цілей інвестиційної діяльності.

4) конкретизація інвестиційної стратегії по періодах її реалізації. Цей етап містить:

- становлення конкретних періодів формування і реалізації інвестиційної стратегії;

- визначення послідовності досягнення тих чи інших етапів стратегії інвестиційної діяльності;

- визначення періодів досягнення конкретних завдань, підцілей і головної мети інвестиційної діяльності підприємства.

5) оцінка розробленої інвестиційної стратегії підприємства. Даний етап містить:

- здійснення загальної оцінки розробленої інвестиційної стратегії;

- оцінка окремих етапів здійснення інвестиційної стратегії;

- оцінка окремих завдань і підцілей інвестиційної стратегії;

- оцінка можливості реалізації інвестиційної стратегії з урахуванням наявності ресурсного потенціалу;

- оцінка можливості реалізації інвестиційної стратегії з урахуванням різних інвестиційних ризиків.

Розробка інвестиційної стратегії підприємства здійснюється на основі таких принципів:

- обліку впливу внутрішнього і зовнішнього середовища підприємства;

- сполучення перспективного, поточного й оперативного управління інвестиційною діяльністю;

- альтернативності розвитку інвестиційної діяльності;

- урахування загальної стратегії розвитку підприємства;

- орієнтації на кінцеві цілі підприємницької діяльності та її місію;

- урахування можливостей персоналу в реалізації інвестиційної стратегії;
- урахування інвестиційних ризиків і мінливості підприємницької діяльності.

Інвестиційна стратегія підприємства реалізується в процесі розробки інвестиційної політики підприємства як комплексу заходів щодо досягнення поставлених стратегічних цілей інвестування.

Розробка інвестиційної стратегії дозволяє приймати ефективні управлінські рішення, які пов'язані з розвитком підприємства в умовах зміни зовнішніх та внутрішніх факторів, які визначають цей розвиток. Найбільш суттєвим фактором інвестиційної діяльності є наявність фінансових ресурсів. Це перша умова формування інвестиційних планів і водночас головне обмеження.

Інвестиційні ресурси – це всі види грошових та інших активів, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування.

Стратегія формування інвестиційних ресурсів забезпечує безперервну інвестиційну діяльність, найбільш ефективне використання власних фінансових коштів, а також фінансову стійкість підприємства в довгостроковій перспективі.

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства передбачає такі етапи:

- прогнозування загальних потреб в інвестиційних ресурсах;
 - вивчення можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різноманітних джерел (власних, позичкових, залучених);
 - визначення методів фінансування окремих інвестиційних проектів;
 - оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів
- передбачає оптимізацію співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування з метою максимізації прибутку від інвестиційної діяльності.

4.3. Оцінка інвестиційної стратегії

Оцінка результативності інвестиційної стратегії, що розроблена підприємством, здійснюється в межах певних параметрів.

1. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства із загальною стратегією його розвитку – ступінь узгодженості цілей, напрямків і етапів у реалізації цих стратегій.

2. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства з передбачуваними змінами зовнішнього інвестиційного середовища – наскільки розроблена інвестиційна стратегія відповідає прогнозованому розвитку економіки країни і

змінам кон'юнктури інвестиційного ринку в розрізі окремих його сегментів.

3. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства з його внутрішнім потенціалом – дозволяє оцінити наскільки обсяги, напрямки і форми інвестиційної стратегії взаємопов'язані з можливостями формування внутрішніх інвестиційних ресурсів, кваліфікацією інвестиційних менеджерів, організаційною структурою управління інвестиційною діяльністю та інвестиційною культурою та ін.

4. Внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії. При проведенні такої оцінки визначається наскільки узгоджені між собою окремі цілі і цільові стратегічні нормативи майбутньої інвестиційної діяльності, наскільки вони кореспондуються зі змістом інвестиційної політики за окремими аспектами інвестиційної діяльності; наскільки узгоджені між собою за напрямками і в часі заходи щодо забезпечення її реалізації.

5. Реалізованість інвестиційної стратегії: потенційні можливості підприємства у формуванні необхідного обсягу інвестиційних ресурсів із усіх джерел і в усіх формах; технологічність обраних для реалізації інвестиційних проектів; достатність фінансових інструментів для формування ефективного інвестиційного портфелю; організаційні й технічні можливості успішної реалізації обраної інвестиційної стратегії.

6. Прийнятність рівня ризиків, що пов'язані із реалізацією інвестиційної стратегії: наскільки рівень прогнозованих інвестиційних ризиків підприємства, забезпечує його фінансову рівновагу і відповідає інвестиційному менталітету його власників та відповідальних інвестиційних менеджерів, наскільки рівень цих ризиків допустимий для інвестиційної діяльності даного підприємства з позицій можливого розміру фінансових втрат і загрози банкрутства.

7. Економічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії: прогнозні розрахунки системи основних інвестиційних коефіцієнтів і заданих цільових стратегічних нормативів, зіставлених із базовим їх рівнем.

8. Позаекономічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії визначається за показниками:

- зростання ділової репутації підприємства;
- підвищення рівня керованості інвестиційної діяльності («центрів інвестицій»);
- підвищення рівня матеріальної і соціальної задоволеності інвестиційних менеджерів;
- більш високого рівня технічного оснащення робочих місць та ін.

При позитивних результатах оцінки розробленої інвестиційної стратегії, що відповідають обраним критеріям і менталітету інвестиційної поведінки, вона приймається підприємством до реалізації.

Питання для самоконтролю

1. Що таке інвестиційна стратегія підприємства?
2. Охарактеризуйте зв'язок інвестиційної стратегії із загальною стратегією економічного розвитку підприємства.
3. Назвіть основні етапи процесу формування інвестиційної стратегії.
4. Назвіть і охарактеризуйте основні інвестиційні стратегії.
5. Охарактеризуйте методичні підходи до оцінки інвестиційної стратегії.

ТЕМА 5. ПОЛІТИКА ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

- 5.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства та їх класифікація.
- 5.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства.
- 5.3. Методи фінансування інвестиційної діяльності.
- 5.4. Методи розрахунку загальної потреби в інвестиційних ресурсах.
- 5.5. Методи оптимізації структури інвестиційних ресурсів.

***Ключові слова:** інвестиційні ресурси підприємства, політика формування інвестиційних ресурсів підприємства, методи фінансування інвестиційної діяльності, структура інвестиційних ресурсів, власні інвестиційні ресурси, позикові інвестиційні ресурси, залучені інвестиційні ресурси, самофінансування, акціонування, кредитування, інвестиційний лізинг і селенг.*

5.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства та їх класифікація

Усі напрями та форми інвестиційної діяльності підприємства здійснюються за рахунок інвестиційних ресурсів, формування яких є важливою складовою не лише інвестиційної, а й фінансової діяльності.

Інвестиційні ресурси підприємства – це сукупність особистісних, матеріальних та нематеріальних вкладень в об'єкти підприємницької діяльності з метою отримання соціальних або/і економічних вигод. Ці вкладення можуть здійснюватися у таких формах: фінансовій (гроші, цінні папери), матеріальній (будівлі, споруди, обладнання, технічні засоби, технології), інтелектуальній (ноу-хау, патенти, ліцензії, винаходи), трудовій або особистісній (підприємницький хист, досвід, знання та навички). Організаційними формами реалізації інвестиційних ресурсів є купівля, оренда, інвестиційний лізинг і селенг, нове будівництво, модернізація, реконструкція, реновація, розширення виробництва.

Інвестиційним ресурсам підприємств мають певні особливості, а саме:

- 1) формування інвестиційних ресурсів є основною базовою умовою здійснення інвестицій;
- 2) процес формування інвестиційних ресурсів значною мірою пов'язаний з процесом первинного накопичення капіталу підприємства;
- 3) формування інвестиційних ресурсів супроводжує усі стадії життєвого циклу підприємства;
- 4) формування та використання інвестиційних ресурсів пов'язане з усіма

етапами інвестиційного процесу;

5) формування інвестиційних ресурсів є безперервним процесом, що має детермінований і регульований характер;

6) темпи та напрями формування інвестиційних ресурсів визначаються інвестиційною політикою підприємства та пріоритетами його власників;

7) ефективне формування інвестиційних ресурсів, оптимальна їх структура – важлива умова фінансової стійкості підприємства;

8) обсяги та джерела формування інвестиційних ресурсів визначаються доступністю та вартістю капіталу, що залучається.

Процес формування інвестиційних ресурсів підприємства розпочинається з формування початкового капіталу – статутного фонду, який складають внески (паї) засновників підприємства. Його величина визначається на основі економічних розрахунків за проектом створення нового підприємства, або реструктуризації, реконструкції діючого за формулою:

$$K = OK + ОбК + НА, \quad (5.1)$$

де *OK* – основний капітал підприємства, що включає усі технічні засоби виробництва, без яких неможливо організувати процес виробництва продукції;

ОбК – оборотний капітал, що включає ті матеріальні й нематеріальні засоби, які знаходяться в обороті підприємства і призначені для забезпечення поточної виробничої діяльності, реалізації продукції, споживання (колективом працівників), тобто матеріали та сировину, готову продукцію, яка ще не реалізована або не оплачена, готівку у касі, на розрахункових рахунках, на оплату праці;

НА – нематеріальні активи, або інтелектуальна власність, що включає власне підприємницьку ідею, методи та способи виробництва та реалізації продукції, ноу-хау, патенти, ліцензії, винаходи та ін..

Статутний капітал може включати також цінні папери, права користування та ін.. Базою формування інвестиційних ресурсів підприємства може бути і капітал, призначений для збільшення статутного фонду та реінвестицій, зокрема, це чистий прибуток, амортизаційні відрахування; кошти, одержані від реалізації капітальних активів; надходження від продаж окремих фінансових інструментів та інші джерела.

Метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення потреб у придбанні необхідних інвестиційних активів та оптимізація їх структури з позицій забезпечення ефективних результатів інвестиційної діяльності. З урахуванням зазначеної мети, принципами формування інвестиційних ресурсів є:

- врахування перспектив розвитку інвестиційної діяльності, тобто потреб усіх стадій інвестиційного процесу (передінвестиційної, інвестиційної, експлуатаційної);
- забезпечення відповідності обсягу залучених інвестиційних ресурсів обсягу інвестиційних потреб підприємства;
- забезпечення оптимальної структури інвестиційних ресурсів із позицій ефективної інвестиційної діяльності;
- забезпечення мінімізації витрат з формування інвестиційних ресурсів із різних джерел;
- забезпечення ефективного використання інвестиційних ресурсів у процесі інвестиційної діяльності, що передбачає врахування втрати їх вартості з часом.

Реалізація цих принципів є основою процесу управління інвестиційними ресурсами підприємства. З метою обліку, аналізу, планування та контролю використання використовують їх класифікацію за певними ознаками.

1. За титулом власності інвестиційні ресурси, що формуються підприємством, поділяють на два основних види – власні й позикові. У системі формування інвестиційних ресурсів такий розподіл має визначальний характер.

Власні інвестиційні ресурси характеризують обсяг коштів підприємства, які забезпечують його інвестиційну діяльність і належать йому на правах власності. До власних ресурсів відносяться також кошти, які передані підприємству для здійснення цільового інвестування на безповоротній основі.

Позикові інвестиційні ресурси характеризують залучений підприємством капітал в усіх його формах на умовах повернення. Всі форми позикового капіталу, які використовуються підприємством в інвестиційній діяльності, являють собою його фінансові зобов'язання, що підлягають погашенню в передбачені строки.

2. За групами джерел залучення відносно підприємства виділяють інвестиційні ресурси, які формуються із внутрішніх і зовнішніх джерел.

Інвестиційні ресурси, що формуються із внутрішніх джерел характеризують власні й позичені фінансові кошти, які формуються безпосередньо на підприємстві для забезпечення його розвитку. Основа власних фінансових коштів, які формуються із внутрішніх джерел, складає капіталізована частина чистого прибутку підприємства («нерозподілений прибуток»).

Інвестиційні ресурси, що формуються із зовнішніх джерел, характеризують ту їх частину, яка формується поза межами підприємства. Вона охоплює залучений зі сторони як власний так і позиковий капітал. Склад цієї групи джерел формування інвестиційних ресурсів досить численний і буде

детально розглянутий у наступних розділах.

3. За натурально-речовою формою залучення сучасна теорія виділяє інвестиційні ресурси в грошовій, фінансовій, матеріальній і нематеріальній формах. Інвестування капіталу в цих формах дозволене законодавством України при створенні нових підприємств, збільшенні обсягу їх статутних фондів.

Інвестиційні ресурси в грошовій формі є найбільш поширеним їх різновидом. Універсальність цього виду інвестиційних ресурсів полягає в тому, що вони можуть бути трансформовані в будь-яку іншу форму активів, необхідних підприємству для здійснення інвестиційної діяльності.

Інвестиційні ресурси в фінансовій формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних фінансових інструментів, які вносяться до його статутного фонду. Такими фінансовими інструментами можуть бути акції, облігації, депозитні рахунки і сертифікати банків та ін.

Інвестиційні ресурси в матеріальній формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних капітальних активів (машин, обладнання, споруд), сировини, матеріалів, напівфабрикатів та ін.

Інвестиційні ресурси в нематеріальній формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних нематеріальних активів, які не мають речової форми, але беруть безпосередню участь у його господарській діяльності й формуванні прибутку. До цього виду інвестованого капіталу відносять права користування окремими природними ресурсами, патентні права на використання винаходів, «ноу-хау», права на промислові зразки й моделі, товарні знаки, комп'ютерні програми та інші нематеріальні види майнових цінностей.

4. За періодом залучення виділяють такі види інвестиційних ресурсів:

Інвестиційні ресурси, що залучаються на довгостроковий період. Вони складаються з власного і позикового капіталів зі строком використання більше одного року. Сукупність власного і довгострокового позикового капіталу, сформованого підприємством для інвестиційних цілей, називають «перманентним капіталом».

Інвестиційні ресурси, що залучаються на короткостроковий період формуються підприємством для задоволення тимчасових інвестиційних потреб на період до одного року.

5. За національною приналежністю власників капіталу виділяють інвестиційні ресурси, які формуються за рахунок вітчизняного або іноземного капіталу.

Інвестиційні ресурси, що формуються за рахунок вітчизняного капіталу, характеризуються найбільшою кількістю джерел, які пропонуються вітчизняним фінансовим ринком і сформованими інвесторами власних

фінансових ресурсів. Цей вид інвестиційного капіталу, як правило, найбільш доступний для підприємств малого й середнього бізнесу.

Інвестиційні ресурси, що формуються за рахунок іноземного капіталу, забезпечують в основному реалізацію великих реальних інвестиційних проектів, пов'язаних із їх перепрофілюванням, реконструкцією або технічним переоснащенням.

6. За цільовим напрямом використання виділяють:

Інвестиційні ресурси, які призначені для використання в процесі реального інвестування. Їх обсяг та структура плануються за кожним реальним проектом в рамках сформованої інвестиційної програми підприємства.

Інвестиційні ресурси, які призначені для використання в процесі фінансового інвестування. Їх залучення підпорядковане завданням формування або реструктуризації портфелю фінансових інструментів інвестування підприємства.

7. Інвестиційні ресурси формуються на всіх стадіях інвестиційного процесу і тому виділяють інвестиційні ресурси, які забезпечують передінвестиційну стадію; інвестиційні ресурси, які забезпечують інвестиційну стадію; інвестиційні ресурси, які забезпечують постінвестиційну стадію.

Формування інвестиційних ресурсів підприємств здійснюється з джерел, які поділяють на три групи: власні, позикові, залучені.

Власні джерела формування інвестиційних ресурсів (ще їх називають внутрішні) включають частину чистого прибутку, кошти амортизаційного фонду, страхові суми, кошти, отримані внаслідок продажу майна, вивільнені оборотні засоби, раніше здійснені вкладення, термін погашення яких настає у поточному році. Власні кошти використовуються для фінансування малих проектів, або великих і середніх за змішаною схемою.

Позикові та залучені кошти відносяться до зовнішніх джерел. Принципова відмінність між цими групами полягає в тому, що позикові інвестиції здійснюються на умовах платності, поворотності та терміновості.

Найбільш поширеним джерелом формування позикових інвестиційних ресурсів є довгострокові кредити банків. Це універсальна форма позики, яка може використовуватись будь-яким підприємством, на відміну від емісії облігацій, які, як джерело формування інвестиційних ресурсів доступне лише великим підприємствам, оскільки емісія не повинна перевищувати 25 % суми статутного фонду. Інвестиційний лізинг, як довготермінова оренда устаткування, техніки, транспортних засобів, є найбільш привабливим джерелом для малих та середніх підприємств, стратегією яких є швидке реагування на потреби ринку або, тих підприємств, які не мають достатньої кількості власних засобів і можливості отримання довготермінових кредитів

банків. Інвестиційний селенг – це форма залучення інвестиційних ресурсів, що полягає у передачі власником права користування і розпорядження своїм майном на певний період за певну плату. Об'єктами селенгу є будівлі, споруди, сировина, матеріали, цінні папери, інтелектуальні цінності.

Найбільше поширення із залучених джерел формування інвестиційних ресурсів має емісія акцій та інвестиційних сертифікатів.

Особливості використання зазначених джерел формування інвестиційних ресурсів підприємства відображено у табл. 5.1.

Таблиця 5.1. Особливості джерел формування інвестиційних ресурсів

Джерела	Позитиви	Недоліки
Власні (внутрішні)	Простота і швидкість залучення. Висока віддача за критерієм норми прибутковості. Істотне зниження ризику неплатоспроможності та банкрутства. Незалежність в управлінні та прийнятті рішень щодо розвитку.	Обмеженість обсягів та зовнішнього контролю за ефективністю використання.
Позикові та залучені (зовнішні)	Великі обсяги можливого залучення. Високий рівень контролю за ефективністю використання.	Труднощі та довгий період залучення та оформлення. Необхідність надання гарантій. Зниження рівня фінансової стійкості та зростання ризику банкрутства. Необхідність сплати позикового відсотка. Часткова втрата прав управління діяльністю підприємства.

5.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства

Політика формування інвестиційних ресурсів є частиною загальної інвестиційної стратегії підприємства, яка полягає в забезпеченні необхідного рівня самофінансування його інвестиційної діяльності та залученні для цих цілей капіталу в найбільш ефективних формах з різноманітних джерел. Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів має виконувати такі основні завдання:

- 1) визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах на окремих етапах інвестиційної діяльності підприємства;
- 2) оптимізація співвідношення власних і позикових інвестиційних ресурсів у процесі їх формування;
- 3) визначення структури інвестиційних ресурсів підприємства за окремими формами залученого капіталу;
- 4) визначення структури власних і позикових інвестиційних ресурсів за

джерелами їх залучення;

5) забезпечення фінансової рівноваги підприємства на всіх етапах його інвестиційної діяльності.

Розробка політики формування власних інвестиційних ресурсів підприємства здійснюється за такими основними етапами.

1. Аналіз стану формування інвестиційних ресурсів підприємства в попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування інвестиційних ресурсів і його відповідності обсягу планових інвестицій. Він включає:

1) аналіз динаміки структури капіталу, який залучається для інвестиційних цілей;

2) вивчення джерел формування власних інвестиційних ресурсів. У першу чергу вивчається співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власних інвестиційних ресурсів, а також вартість залучення власного капіталу з різних джерел;

3) оцінюється достатність власних інвестиційних ресурсів, які сформовані на підприємстві в передінвестиційному періоді. Критерієм такої оцінки є «коефіцієнт самофінансування інвестиційної діяльності», який приймається підприємством як внутрішній стандарт. Його динаміка відображає тенденцію забезпеченості підприємства власними інвестиційними ресурсами;

4) оцінюється динаміка загального обсягу залучення позикових інвестиційних ресурсів у ретроспективі. Темпи цих змін співставляються з темпами приросту суми власних інвестиційних ресурсів, обсягів інвестиційної діяльності, активів підприємства;

5) аналізуються основні форми залучення позикових інвестиційних ресурсів у розрізі окремих джерел, їх співвідношення за період залучення. З цією метою здійснюється відповідне групування використаного позикового капіталу, досліджується динаміка співвідношення коротко- та довгострокових позикових інвестиційних ресурсів підприємства та їх відповідність обсягу інвестування, вивчається склад конкретних кредиторів підприємства й умов надання ними різних форм кредитів. Ці умови аналізуються з позицій відповідності кон'юнктурі інвестиційного ринку;

6) оцінюється ефективність використання позикових інвестиційних ресурсів як в цілому за підприємством, так і за його окремими формами. Для цього використовуються показники оборотності і рентабельності позикового капіталу, які співставляються з середнім періодом обороту власного капіталу, а також показниками фінансової та економічної рентабельності підприємства. Результати аналізу дають можливість оцінити рівень управління формуванням інвестиційних ресурсів на підприємстві.

2. Визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів.

Загальна потреба в інвестиційних ресурсах підприємства розраховується, виходячи з планового обсягу освоєння коштів у процесі реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також планового приросту портфелю фінансових інвестицій. Розрахунок здійснюється за формулою:

$$IP_3 = \sum_{i=1}^n PIP_i + \square \Phi I \quad (5.2)$$

де IP_3 – загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів підприємства в плановому періоді;

PIP_i – потреба в інвестиційних ресурсах для реалізації конкретних реальних інвестиційних проектів на відповідній стадії інвестиційного процесу на підприємстві;

$\square \Phi I$ – плановий обсяг приросту портфелю фінансових інвестицій підприємства;

n – кількість реальних інвестиційних проектів підприємства, що реалізується в плановому періоді.

3. Вибір ефективних схем фінансування окремих реальних інвестиційних проектів. На цьому етапі за кожним інвестиційним проектом обґрунтовується конкретна схема фінансування робіт щодо його реалізації, яка найбільшою мірою відповідає цілям і строкам інвестування, необхідному обсягу інвестиційних ресурсів.

4. Забезпечення цільового обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел. Формуючи інвестиційний капітал, необхідно виходити з принципу залучення до фінансування інвестиційного процесу коштів із внутрішніх джерел підприємства. Так як основним внутрішнім джерелом формування власних інвестиційних ресурсів підприємства є сума реінвестованого чистого прибутку і накопичення амортизаційних відрахувань, то в процесі їх планування необхідно передбачити можливості їх зростання за рахунок різноманітних резервів.

5. Забезпечення необхідного обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел. Обсяг залучення власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел покликаний забезпечити їх частину, яку не вдалося сформувавши за рахунок внутрішніх джерел фінансування.

Потреба в залученні власних інвестиційних ресурсів за рахунок зовнішніх джерел може бути визначена із співвідношення:

$$\square VIP_{зовн} = \Pi_{вир} - \square VIP_{внутр.} \quad (5.3)$$

де $\square VIP_{зовн}$ – потреба в залученні власних інвестиційних ресурсів за рахунок зовнішніх джерел;

$\Pi_{вир}$ – загальна потреба у власних інвестиційних ресурсах підприємства в плановому періоді;

$\square VIP_{внутр.}$ – сума власних інвестиційних ресурсів, які планується залучити за рахунок внутрішніх джерел.

Забезпечення власними інвестиційними ресурсами за рахунок зовнішніх джерел здійснюється за рахунок залучення додаткового пайового капіталу (власників, інвесторів), додаткової емісії акцій або за рахунок інших джерел.

6. Визначення граничного обсягу залучення позикових інвестиційних ресурсів. Необхідність обмеження обсягу залучення позикового капіталу обумовлюються двома умовами:

а) *граничним ефектом фінансового левериджу*. Якщо обсяг власних інвестиційних ресурсів формується на передінвестиційному етапі, виходячи з можливостей самофінансування, то гранично можливий обсяг позикових коштів визначається на основі затвердженого підприємством коефіцієнта фінансового левериджу, що максимізує фінансову рентабельність й суми власних фінансових ресурсів.

б) *забезпечення достатньої фінансової стійкості підприємства*. Дотримання цієї умови важливе не тільки з позиції самого підприємства, але й із позиції його можливих кредиторів, які оцінюють кредитоспроможність підприємства та формують умови надання позикових інвестиційних ресурсів.

Враховуючи ці вимоги, підприємство встановлює ліміт використання позикових коштів у своїй інвестиційній діяльності.

7. Визначення співвідношення обсягу позикових інвестиційних ресурсів, які залучаються на коротко- та довгостроковій основі. Розрахунок потреби в обсягах коротко- та довгострокових позикових коштах здійснюється, виходячи з інвестиційних цілей їх використання у наступному періоді. Розрахунок необхідного розміру позикових інвестиційних ресурсів в рамках кожного періоду здійснюються в розрізі окремих цільових напрямів. На основі проектних строків використання позикових інвестиційних ресурсів оптимізується співвідношення їх довго та короткострокових видів. У процесі цих розрахунків визначається повний та середній строк використання позикових інвестиційних ресурсів. Співвідношення короткострокової і довгострокової складової позикового інвестиційного капіталу може бути оптимізоване з урахуванням вартості їх залучення.

8. Забезпечення мінімізації вартості залучення інвестиційних ресурсів з різних джерел. На цьому етапі формування політики послідовно вирішуються завдання визначення форм залучення необхідного капіталу, визначення складу основних кредиторів, формування ефективних умов кредитування, ідентифікація вартості залучення всіх складових інвестиційного капіталу.

9. Оптимізація структури інвестиційного капіталу спрямовується на забезпечення фінансової стійкості підприємства в інвестиційному періоді, максимізацію фінансової рентабельності підприємства при експлуатації інвестицій і є дуже відповідальним етапом в управлінні інвестиційними фінансовими ресурсами.

5.3. Методи фінансування інвестиційної діяльності

На основі вітчизняного та зарубіжного досвіду вибору джерел формування інвестиційних ресурсів підприємства сформовано п'ять основних методів фінансування інвестиційних програм та проектів підприємства: самофінансування, акціонування, кредитування, лізинг і селенг, змішане фінансування. Вибираючи той чи інший метод фінансування інвестиційних проектів треба враховувати їх особливості.

Самофінансування здійснюється виключно за рахунок власних коштів. Цей метод є основним для реалізації невеликих інвестиційних проектів індивідуальних інвесторів. Основним джерелом при цьому є чистий прибуток, який залишається у підприємства після сплати податків та інших обов'язкових платежів. Як основне джерело фінансування він найчастіше використовується для банківських депозитів, придбання цінних паперів, вкладання в інтелектуальний капітал підприємства (робочу силу), а також для фінансування інвестицій, для яких важко визначити строк окупності та рівень дохідності: ризикових інноваційних інвестицій або заходів соціального спрямування (будівництво житла, санаторіїв, баз відпочинку, дитсадків та ін.). Власні кошти мають певні позитивні сторони, а саме: простота та швидкість залучення; висока віддача за критерієм норми прибутковості інвестиційного капіталу (непотрібно виплачувати відсотки та дивіденди); суттєве зниження ризику неплатоспроможності та банкрутства підприємства при їх використанні; повне збереження управління в руках засновника підприємства. У той же час, обсяг таких джерел у підприємства обмежений, крім того, відсутній зовнішній контроль за їх ефективним використанням.

Зовнішні (позикові та залучені) кошти навпаки мають високі можливості залучення та можливості зовнішнього контролю за ефективністю їх

використання. Однак є і негативні сторони, а саме: складність із залученням та оформленням; значний строк залучення; необхідність надання гарантій (на платній основі); підвищений ризик банкрутства у зв'язку з несвоєчасним погашенням боргу; втрата частини прибутку від інвестиційної діяльності у зв'язку з необхідністю платити відсотки та дивіденди; часткова втрата управління діяльністю підприємства.

Акціонування – метод, який використовується для фінансування великих інвестиційних проектів із значними строками окупності витрат. При акціонуванні капітал залучається шляхом емісії простих та привілейованих акцій, що розміщуються серед юридичних та фізичних осіб, або через випуск варантів. Привабливість акціонерної форми фінансування інвестиційних проектів виявляється в тому, що основний обсяг необхідних ресурсів надходить на початку його реалізації, тобто дає можливість профінансувати нові підприємства, що не мають прибутків, амортизації, заставного майна, щоб одержати кредит у банку. Крім того, такий метод фінансування (емісія простих акцій) не зобов'язує підприємство повертати капітал і виплачувати дивіденди через певний час. Акціонерна форма фінансування інвестиційних проектів значно полегшує процес інтеграції економіки країни в систему світових господарських зв'язків, залучаючи інвестиції іноземних підприємств. Випуск та реалізація цінних паперів національними підприємствами на світових ринках має сприяти залученню додаткових валютних ресурсів для здійснення технічного розвитку, переозброєння та реконструкції виробничої бази.

Кредитування економічно вигідно використовувати для фінансування інвестиційних проектів з високою нормою прибутковості, яка перевищує ставку позичкового відсотка, та незначними термінами окупності витрат. Потреба в інвестиційному кредиті виникає через різницю у величині та термінах повернення капіталу, авансованого у виробництво, а також у зв'язку з необхідністю одночасної інвестиції великих грошових коштів для розширення виробничого процесу. Кредитні установи організовують й обслуговують рух позичкового капіталу, забезпечують його залучення, акумуляцію та перерозподіл у ті сфери господарства, де виникає дефіцит коштів.

Інвестиційний кредит представляє собою економічні відносини між кредитором та позичальником і може функціонувати в таких формах:

- *банківський інвестиційний кредит* – це основна форма інвестиційного кредиту, при якій грошові кошти на фінансування інвестиційних проектів надаються банківськими установами у тимчасове користування та з виплатою відсотку. Основними формами банківського інвестиційного кредиту є строкові кредити підприємцям, револьверні кредитні лінії та проектні кредити. Строкові кредити підприємцям призначаються для фінансування довго- та

середньострокових інвестицій, таких як покупка обладнання, або будівництво споруд, строком більше одного року. Як правило, боржник звертається за великим кредитом, виходячи з кошторису на проект, а потім зобов'язується його погасити серіями платежів. Строкові кредити підприємцям базуються на потоці майбутніх платежів підприємців, із допомогою яких буде здійснюватися поступове погашення кредиту. Револьверне кредитування дозволяє фірмі-боржнику запозичити кошти в межах визначеного ліміту, погашати всю суму запозичень або її частку та проводити при необхідності повторне запозичення в межах строку дії кредитної лінії. Така форма кредитування особливо часто використовується у випадках, коли клієнт не може достатньо точно визначити майбутні надходження готівки або розмір майбутніх потреб у кредитуванні. Револьверне кредитування дозволяє вирівняти коливання в рамках інвестиційного циклу проекту, надаючи можливість запозичувати додаткові суми в період скорочення обсягів продаж та виплачувати їх на протязі періоду, коли надходження готівки є значним. Проектні кредити найбільш ризикові, оскільки забезпечують поповнення основного капіталу, яке в майбутньому забезпечить надходження готівки. Вони нерідко надаються декількома банками, які спільно реалізують проект щоб знизити рівень ризиків.

- *державний інвестиційний кредит* надається державою підприємствам державної форми власності для капітальних вкладень виробничого призначення. По суті це бюджетні позики для фінансування будівництва нових підприємств, технічного переоснащення та реконструкції діючих підприємств, через банківські установи на конкурсній основі;

- *міжнародний інвестиційний кредит* – це економічні відносини між державами, іноземними банками і фірмами з приводу фінансування інвестиційної діяльності на засадах повернення у певні строки та, як правило, із виплатою процента;

- *податковий інвестиційний кредит* – це відстрочка сплати податку на прибуток, що надається суб'єкту підприємницької діяльності на визначений строк із метою збільшення його фінансових ресурсів для здійснення інвестиційних програм із наступною компенсацією відстрочених сум у вигляді додаткових надходжень податку через загальне зростання прибутку, що буде отриманий згідно з чинним законодавством унаслідок реалізації інвестиційних програм. Інвестиційний податковий кредит має цільове призначення;

- *андеррайтинг* – форма кредитування для реалізації довгострокових широкомасштабних проектів, шляхом повного викупу випусків промислових облігацій, які емітуються клієнтами. Найчастіше банкам надається право здійснювати операції андеррайтингу тільки для провідних підприємств пріоритетних галузей України (літакобудування, суднобудування, хімічна

промисловість та ін.), продукція яких користується попитом на світовому ринку.

Інвестиційний лізинг і селенг можна розглядати як вид товарного кредиту, що використовується інвестором через брак власних фінансових коштів або неможливість одержати банківський кредит для реального інвестування, а також при інвестиціях у реальні проекти з невеликим строком експлуатації, або з високим ступенем змінності технологій.

До фінансового лізингу відносяться, як правило, контракти, що передбачають сплату протягом чітко встановленого строку лізингових платежів, величина яких є достатньою для повного відшкодування витрат лізингодавця, пов'язаних із придбанням майна та реалізацією прав власника, а також для забезпечення йому певного прибутку.

Особливими ознаками такого виду лізингу виступають: довготерміновий характер такої послуги; господарське відношення до об'єкта як до власності; виключне право лізингоотримувача на користування майном протягом усього терміну дії лізингової угоди; можливість придбання об'єкту за залишковою вартістю після закінчення строку лізингової угоди; страхування та відповідальність за майно, як правило, несе лізингоотримувач; можливість реалізації опціону на купівлю лізингоотримувачем об'єкту лізингу за залишковою вартістю після закінчення основного терміну лізингу.

Селенг – це окремий випадок лізингу, який передбачає двосторонню угоду майнового найму. Згідно з цією угодою, власник передає селенг-компанії права використання і розпорядження своїм майном. Він залишається власником, одержує за це окрему плату і може за першою вимогою повернути своє майно. Селенг-компанія залучає і вільно використовує за своїм бажанням майно або окремі майнові права громадян та юридичних осіб. Предметом майна можуть виступати окремі об'єкти, права власності, земельні ділянки, підприємства, будівлі, устаткування, цінні папери, гроші та ін. Від громадян селенг-компанія залучає головним чином гроші, які спрямовує у виробничу сферу.

Змішане фінансування базується на комбінаціях різних методів фінансування інвестиційних проектів, і може використовуватися для фінансування будь-яких інвестиційних проектів.

У ряді джерел як методи фінансування розглядають фінансування фортфейтингом, форфейтинг, франчайзинг, субсидування, дотування, гранти, субвенції, спонсорство, донорство.

5.4. Методи розрахунку загального обсягу інвестиційних ресурсів

Визначення інвестиційних можливостей – відправний пункт для діяльності, пов'язаної з інвестуванням. Саме такі дослідження можуть стати початком мобілізації інвестиційних ресурсів. Прогнозування потреби в інвестиційних ресурсах здійснюється у певній послідовності (рис. 5.1).

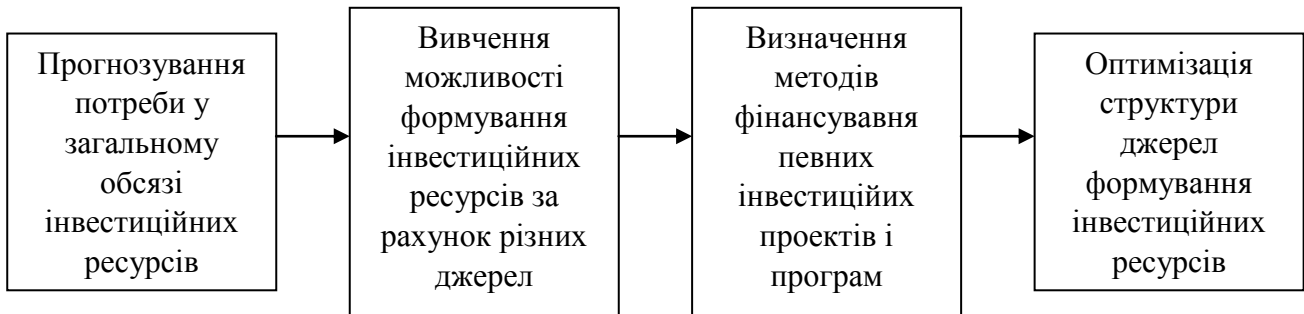


Рис. 5.1. Послідовність формування інвестиційних ресурсів підприємства

Найважливішою проблемою інвестора в процесі формування інвестиційних ресурсів є визначення їх загального обсягу. Загальна сума інвестиційних ресурсів підприємства має визначатися виходячи з запланованого обсягу освоєння коштів у процесі реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також запланованого приросту портфелю фінансових інвестицій. Таким чином, загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів у плановому періоді визначатиметься за формулою:

$$S_{IP} = PIP + \Delta\Phi I \quad (5.4)$$

де S_{IP} – загальний обсяг інвестиційних ресурсів в плановому періоді;

PIP – потреба в інвестиційних ресурсах для реалізації реального інвестиційного проекту;

$\Delta\Phi I$ – передбачений обсяг приросту портфелю фінансових інвестицій.

5.4.1. Визначення обсягу інвестиційних ресурсів при створенні нового підприємства

Визначення необхідного обсягу інвестиційних ресурсів є першим етапом в управлінні формуванням інвестиційних ресурсів. Оцінка потреби в інвестиційних ресурсах у зв'язку з реальним інвестуванням у створення нового підприємства має бути розрахована за всіма трьома стадіями інвестиційного

процесу – передінвестиційній, інвестиційній та післяінвестиційній (експлуатаційній).

На передінвестиційній стадії інвестиційні ресурси формуються з метою забезпечення початкових витрат із відкриття нового підприємства, необхідних для розробки бізнес-плану, фінансування передінвестиційних досліджень, а також проектних робіт. У складі загального обсягу інвестиційних ресурсів ці кошти складають незначну частину.

На інвестиційній стадії інвестиційні ресурси необхідні для безпосереднього формування капітальних та інших позаобігових активів, що складають виробничий потенціал майбутньої господарської діяльності підприємства. Потреба в ресурсах обумовлена здійсненням будівельно-монтажних робіт, придбанням активів для формування виробничої бази нового підприємства.

На післяінвестиційній (експлуатаційній) стадії інвестиційні ресурси формуються для фінансування обігових активів підприємства, які дозволяють розпочати операційну діяльність і формувати зворотній потік від інвестицій.

Основні методи визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах.

Балансовий метод визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах базується на вартісній оцінці необхідних активів, що дозволяє новому підприємству розпочати господарську діяльність. При цьому розрахунки здійснюються виходячи з балансового співвідношення загальної суми активів створюваного нового підприємства та загальної суми інвестованого в нього капіталу.

Метод аналогій побудований на встановленні обсягу використовуваного капіталу на підприємствах-аналогах. Підприємство-аналог підбирається для здійснення такої оцінки з урахуванням його галузевої приналежності, регіону розміщення, розміру, використовуваної технології, відповідної стадії життєвого циклу та інших факторів.

Метод капіталомісткості є найпростішим, але дозволяє отримати найменш точні результати розрахунку. Цей розрахунок ґрунтується на використанні показника капіталомісткості продукції, що показує, який розмір капіталу використовується в розрахунку на одиницю виробленої (чи реалізованої) продукції. Він розраховується у розрізі галузей чи підгалузей економіки шляхом ділення загальної суми використовуваного капіталу (власного та залученого) на загальний обсяг виробленої (реалізованої) продукції.

5.4.2. Визначення обсягу інвестиційних ресурсів для функціонуючого підприємства

Якщо підприємство створено і функціонує, то потреби в інвестиційних ресурсах визначаються безпосередньо його стратегічними цілями, які залежать від кон'юнктури ринку, етапу життєвого циклу та інших чинників. Залежно від намірів підприємства інвестиційні ресурси можуть спрямовуватись на підтримання існуючої діяльності; розширення та розвиток; перепрофілювання.

При підтриманні існуючої діяльності, для забезпечення середніх стабільних темпів, потреба в інвестиційних ресурсах зводиться до незначних поповнень переважно обігового капіталу, а також основного (по мірі зношування та в зв'язку з незначним розширенням і оновленням). Така потреба в інвестиційних ресурсах, як правило, пропорційна до темпів росту основної діяльності.

Якщо стратегічні цілі підприємства зорієнтовані на розширення, то потреба в інвестиційних ресурсах першочергово буде спрямована на приріст основного капіталу та відповідно до нього – на приріст оборотного капіталу.

При стратегічній орієнтації на розвиток значний обсяг інвестиційних ресурсів буде виділений на поповнення основного капіталу, з'явиться потреба в інвестуванні інноваційних проектів, у венчурному інвестуванні та ін.

5.5. Методи оптимізації структури інвестиційних ресурсів

Формування структури джерел фінансування – процес складний і залежить від вибраних джерел, обставин, що склалися в часі, фінансового стану підприємства, кон'юнктури ринку, інвестиційної привабливості проекту.

Проблема визначення обсягу та структури інвестицій для фінансування проекту передбачає рішення таких питань:

- яким має бути співвідношення постійних та змінних витрат на виробництво?

- яким чином у перспективі буде формуватися основний та обіговий капітал?

- яким має бути співвідношення власного, акціонерного та позикового капіталу?

- при якому співвідношенні фінансових ресурсів, що спрямовуються на фінансування інвестиційного проекту доходи від його реалізації будуть найбільшими?

Для отримання обґрунтованої відповіді можна використати *ефект фінансового важеля (ліверидж)*, що обумовлено структурним співвідношенням зовнішнього та внутрішнього капіталу.

Чим більшу заборгованість порівняно до власного капіталу має фірма, тим вищий її фінансовий леверідж. Крім того, у випадках, коли ставка щорічних фінансових вигод від інвестицій, що здійснюються із залученням позичкових коштів, перевищує процент за кредит, леверідж позитивний. Якщо дохідність з інвестицій не перевищує процент за позичковим коштом, леверідж від'ємний. Іншими словами, беручи в борг, інвестор отримує вищі доходи, поки віддача від позичених коштів більша за процент, який треба сплатити за ці кошти. Такий ріст чистих доходів називається фінансовим леверіджом.

Для аналізу необхідно визначити суми прибутку після виплати податків (Π_r), власного капіталу (E), довгострокової заборгованості (B), відсотків за довгостроковою заборгованістю (i), ставку дохідності власного капіталу (R), ставку дохідності інвестованого капіталу (r).

Ставка дохідності власного капіталу:

$$R = \Pi_r / E, \quad (5.5)$$

Чистий прибуток визначимо через його складові:

$$\Pi_r = (E + B) \times r - B \times i, \quad (5.6)$$

де $(E + B) \times r$ – прибуток на всю суму інвестованого капіталу;

$B \times i$ – процентні платежі за непогашені частки довгострокового боргу з урахуванням податку.

Відповідно ставки дохідності власного капіталу визначатиметься:

$$R = [(E + B) \times r - B \times i] / E = r + (B/E) \times (r - i), \quad (5.7)$$

Вираз (6) показує ефект важеля, який представлений позитивною величиною – другим доданком, тобто відношенням позичкового капіталу та власного капіталу, помноженого на різницю між прибутком від чистих активів і вартістю оплачених процентів за кредитом з урахуванням податку. Таким чином, завдяки залученим коштам (B) дохідність власного капіталу швидко росте при умові, що $r > i$.

Враховуючи інтереси власників компанії, підприємствам необхідно мати реальну можливість оптимізації структури капіталу інвестиційного проекту за рахунок вибору такого її варіанта, при якому досягається максимальний рівень ефективності використання власних коштів та мінімізується фінансовий ризик.

У зв'язку з цим, слід навчитися визначати оптимальну структуру джерел

фінансування інвестиційних проектів, тобто визначати якою має бути частка позичкових коштів з урахуванням ризику. Для цього використовується співвідношення “рентабельність-фінансовий ризик” (λ), як критерій оптимізації структури капіталу, який визначається за формулою:

$$\lambda = \frac{ROE}{FR} = \frac{(P - r \times BK) \times (1 - tax)}{BK} \div \frac{(r - r_f) \times BK}{BK + BK}, \quad (5.8)$$

де P – річна величина проектного прибутку до оподаткування і виплати відсотків;

BK – величина боргового капіталу, направлено на фінансування інвестицій;

BK – величина власного капіталу, направлено на фінансування інвестицій;

r – середня ставка відсотку за позиковими коштами фінансування, коефіцієнт;

r_f – безризикова ставка рентабельності на фінансовому ринку, коефіцієнт;

tax – ставка податку та інших відрахувань із прибутку, коефіцієнт.

Оптимальним варіантом структури капіталу є той, у якому показник λ матиме найбільше значення.

Для оцінки оптимального варіанту структури інвестиційного капіталу можна використати показник терміну окупності (PB), що розраховується за формулою:

$$PB = \frac{I}{(P - r \times BK) \times (1 - tax)}, \quad (5.9)$$

де I – загальний обсяг інвестицій.

Етапи оцінки оптимальної структури капіталу інвестиційного проекту.

1. Оцінюється загальна потреба в капіталі незалежно від можливих джерел фінансування.

2. Визначається максимально можлива частка власного капіталу в загальній його величині.

3. Розраховується показник “рентабельність-фінансовий ризик” для усіх варіантів структури інвестованого капіталу.

4. Розраховується швидкість повернення інвестованого капіталу.

5. У межах між найбільшою часткою власного капіталу і його нульовим рівнем у загальному об'ємі коштів фінансування з використанням критеріїв максимуму показника λ і мінімуму PB визначається оптимальна комбінація

коштів, що надходять на фінансування довгострокових інвестицій з різних джерел.

Питання для самоконтролю

1. Що таке інвестиційні ресурси підприємства?
2. Наведіть класифікацію інвестиційних ресурсів підприємства.
3. Назвіть і охарактеризуйте форми залучення інвестиційних ресурсів.
4. Назвіть завдання та основні етапи розробки політики формування інвестиційних ресурсів підприємства.
5. Методи визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах.
6. Охарактеризуйте особливості розрахунку потреби в інвестиційних ресурсах підприємства для здійснення реальних та фінансових інвестицій.
7. Охарактеризуйте методи фінансування інвестиційних проектів і програм.
8. Назвіть методи оптимізації структури інвестиційних ресурсів.
9. Що таке ефект фінансового важеля (ліверидж)?
10. Як визначити оптимальний варіант структури капіталу?

ТЕМА 6. УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

- 6.1. Економічна сутність реальних інвестицій.
- 6.2. Форми реальних інвестицій і особливості управління ними.
- 6.3. Політика управління реальними інвестиціями підприємства.
- 6.4. Об'єкти реальних інвестицій та їх оцінка.

***Ключові слова:** реальні інвестиції, форми реальних інвестицій, об'єкти реальних інвестицій, політика управління реальними інвестиціями підприємства, нове будівництво, розширення, реконструкція, модернізація, технічне переоснащення, оновлення окремих видів устаткування, придбання цілісних майнових комплексів, інноваційне інвестування в нематеріальні активи, інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів.*

6.1. Економічна сутність реальних інвестицій

Реалізація стратегії економічного розвитку підприємства неможлива без її інвестиційної підтримки, а саме без здійснення реальних інвестицій. На більшості підприємств реальне інвестування є основною формою ІД.

Найчастіше під **реальними інвестиціями** розуміють ті економічні ресурси, які направляються на збільшення реального капіталу, тобто на розширення або модернізацію виробничого процесу.

Реальне інвестування для більшості підприємств складає основу інвестиційної діяльності. Здійснення реальних інвестицій характеризується низкою особливостей, оскільки вони:

- безпосередньо пов'язані з основною діяльністю підприємства, розширенням асортименту виробленої продукції, підвищенням її якості шляхом впровадження досягнень НТП;

- порівняно з фінансовими інвестиціями схильні до високого рівня економічного ризику, проте мають здатність забезпечувати більш високу рентабельність;

- є менш ліквідними порівняно з фінансовими.

В економічній літературі прийнято розрізняти:

1. Чисті реальні інвестиції – направляються на збільшення основного капіталу та утворення нових основних та частини оборотних фондів як виробничого, так і не виробничого призначення;

2. Валові реальні інвестиції відрізняються від «чистих» на величину

одноразових витрат, які забезпечують просте відтворення. Крім того, реальні інвестиції в формі капітальних вкладень включають такі елементи «валових» інвестицій як витрати на накопичення та реновацію основних фондів і накопичення оборотних фондів у частині приросту незавершеного будівництва.

Реальні інвестиції можуть виступати також у вигляді:

- нетто-інвестицій, або початкових інвестицій, які здійснюються на основі проекту або при купівлі підприємства (фірми);
- реінвестицій – вивільнені інвестиційні ресурси, які використовуються на придбання нових засобів виробництва;
- бруто-інвестиції – це нетто-інвестиції разом із реінвестиціями.

Реальні інвестиції поділяються також на інвестиції:

- у «зовнішні умови» – вкладання вільних коштів у сторонні виробничі та інші структури;
- у власну діяльність – вкладання капіталу в підвищення конкурентного статусу підприємства як за рахунок внутрішніх, так і за рахунок зовнішніх джерел фінансування.

Реальне інвестування має ряд особливостей, які обумовлені економічною потребою в них:

- забезпечує стратегічний розвиток підприємства (успішне проникнення на ринки, збільшення активів і зростання їх ефективності, підвищення ринкової вартості підприємств);
- впливає на операційну діяльність (збільшення обсягів виробництва та реалізації продукції, розширення асортименту і підвищення її якості, зменшення операційних витрат та ін.);
- генерує більшу ніж фінансове інвестування норму прибутку, що мотивує підприємницьку діяльність в реальному секторі економіки;
- створює стійкий чистий грошовий потік навіть тоді, коли операційна діяльність в існуючих формах не дає прибутку і він може формуватись тільки шляхом введення нових активів;
- несе високі ризики морального старіння при високих темпах НТП в галузі;
- має високий рівень захисту від інфляції;
- має відносно низьку ліквідність через вузько цільове спрямування проектів.

Інвестиції у реальні активи найчастіше здійснюються у вигляді реального інвестиційного проекту.

6.2. **Форми реальних інвестицій і особливості управління ними**

Реальні інвестиції здійснюються підприємством у різних формах. Основні з них забезпечують відтворення основних виробничих фондів.

Відтворення основних виробничих фондів – це процес безперервного їх оновлення. Розрізняють просте та розширене відтворення.

Просте відтворення основних фондів здійснюється без зміни кількісних та якісних параметрів устаткування (заміна окремих зношених частин) і відбувається за рахунок оборотних коштів підприємства, амортизаційного фонду. Це поточні ремонти, проведення технічного огляду та обслуговування. На підприємствах застосовують різні види технічного обслуговування. Сутність його зводиться до попередження неполадків у роботі устаткування завдяки проведенню своєчасних мастильних, регулювальних, контрольних та інших операцій. Призначення поточного ремонту – усунення дрібних неполадок і попередження фізичного зносу.

Розширене відтворення передбачає кількісне та якісне збільшення діючих основних фондів або придбання нових основних фондів, які забезпечують вищий рівень продуктивності устаткування. Воно здійснюється за рахунок чистого прибутку підприємства, коштів амортизаційного фонду, капітальних вкладень. Формами розширеного відтворення основних виробничих фондів є капітальний ремонт, модернізація, реконструкція, розширення, реновація, нове будівництво.

Призначення **капітальних ремонтів** полягає у відшкодуванні нормального фізичного зносу конструктивних елементів устаткування та максимально можливого відновленні первинних техніко-експлуатаційних параметрів.

Нове будівництво – інвестиційна операція, що пов'язана з будівництвом нового об'єкта із закінченим технологічним циклом за індивідуальним чи типовим проектом на спеціально відведених територіях. До нового будівництва підприємство вдається при кардинальному збільшенні обсягів своєї операційної діяльності в майбутньому періоді, її галузевій, товарній чи регіональній диверсифікації (створенні філій, дочірніх підприємств та ін.).

Розширення – будівництво додаткових дільниць на діючому підприємстві, спорудження нових і розширення діючих окремих цехів і об'єктів основного, побічного та обслуговуючого призначення на території діючого підприємства або на прилеглих до нього майданчиках з метою створення додаткових або нових виробничих потужностей.

Перепрофілювання діяльності (виробництва) – реалізується через інвестиційну операцію, яка забезпечує повну зміну технологій виробничого процесу щодо випуску нової продукції.

Реконструкція пов'язана з істотним перетворенням усього виробничого процесу на підприємстві на основі сучасних науково технічних досягнень. Здійснюється згідно комплексного плану реконструкції підприємства з метою радикального збільшення його виробничого потенціалу, істотного підвищення якості продукції, що випускається, впровадження ресурсозберігаючих технологій. У процесі реконструкції може здійснюватися розширення окремих виробничих будівель і приміщень (якщо нове технологічне обладнання не може бути розміщене в діючих приміщеннях); будівництво нових будівель і споруд того ж призначення замість ліквідованих на території діючого підприємства, подальша експлуатація яких з технологічних чи економічних причин визнана недоцільною.

Модернізація спрямована на удосконалення і приведення активної частини виробничих основних засобів у стан, що відповідає сучасному рівню технологічних процесів, шляхом конструктивних змін основного парку машин, механізмів і устаткування, використовуваних підприємством у процесі операційної діяльності.

Технічне переоснащення – комплекс заходів, направлених на підвищення техніко-економічного рівня окремих виробництв, цехів і дільниць діючих підприємств на базі впровадження передової техніки та технології, механізації та автоматизації виробництв, модернізації та заміни застарілого устаткування новим, більш продуктивним. Його мета – всебічна інтенсифікація виробництва, збільшення його потужності, поліпшення якості продукції за умови зростання продуктивності праці, скорочення робочих місць, зниження матеріаломісткості та собівартості продукції.

Оновлення окремих видів устаткування зумовлене необхідністю заміни (у зв'язку з фізичним зносом) чи доповнення (у зв'язку зі зростанням обсягів діяльності, з необхідністю підвищення продуктивності праці) наявного парку устаткування окремими новими їх видами, що не змінюють загальної схеми здійснення технологічного процесу. Оновлення окремих видів устаткування характеризує в основному процес простого відтворення активної частини виробничих основних засобів.

Придбання цілісних майнових комплексів – інвестиційна операція великих підприємств, що забезпечує галузеву, товарну чи регіональну диверсифікацію їхньої діяльності. При цьому, як правило, спостерігається ефект синергізму – зростання сукупної вартості активів обох підприємств за рахунок можливостей більш ефективного використання їх спільного

фінансового потенціалу, взаємодоповнення технологій і номенклатури продукції, що випускається, можливостей зниження рівня операційних витрат, спільного використання збутової мережі на різних регіональних ринках та ін.

Інноваційне інвестування в нематеріальні активи спрямоване на використання в операційному та іншому видах діяльності підприємства нових наукових і технологічних знань з метою досягнення комерційного успіху. Такі інвестиції здійснюються в двох основних формах шляхом:

- придбання готової науково-технічної продукції та інших прав (патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки; ноу-хау; ліцензій на франчайзинг та ін.);

- розробки нової науково-технічної продукції як в рамках самого підприємства, так і на його замовлення відповідними інжиніринговими фірмами.

Інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів спрямоване на розширення обсягу використовуваних операційних обігових активів підприємства, що забезпечує необхідну пропорційність (збалансованість) розвитку необоротних та оборотних операційних активів у результаті здійснення інвестиційної діяльності. Будь-яке розширення виробничого потенціалу, забезпечуване раніше розглянутими формами реального інвестування, визначає можливість випуску додаткового обсягу продукції, однак ця можливість може бути реалізована тільки при відповідному збільшенні обсягу використання матеріальних оборотних активів окремих видів (запасів сировини, матеріалів, напівфабрикатів, малоцінних і швидкозношуваних предметів та ін.).

6.3. Політика управління реальними інвестиціями підприємства

Політика управління реальними інвестиціями є складовою загальної інвестиційної стратегії підприємства, що забезпечує підготовку, оцінку і реалізацію найбільш ефективних реальних інвестиційних проектів. Процес формування такої політики на підприємстві проходить такі основні етапи.

1. Аналіз стану реального інвестування. Досліджується динаміка загального обсягу інвестування капіталу в приріст реальних активів, питома вага реального інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства в передплановому періоді (перша стадія).

Далі розглядається ступінь реалізованості окремих інвестиційних проектів і програм, рівень освоєння інвестиційних ресурсів, у розрізі об'єктів реального інвестування (друга стадія).

На третій стадії аналізу визначається рівень завершеності розпочатих раніше реальних інвестиційних проектів і програм, уточнюється обсяг інвестиційних ресурсів, які необхідні для повного їх завершення.

2. Визначення загального обсягу реального інвестування в наступному періоді. Основою для розрахунків є планований обсяг приросту основних засобів підприємства в розрізі окремих видів, а також нематеріальних і оборотних активів, що забезпечуються приріст обсягів його виробничо-комерційної діяльності. Обсяг цього приросту уточнюється з урахуванням динаміки обсягів раніше незакінченого капітального будівництва (незавершених капітальних вкладень).

3. Визначення форм реального інвестування - залежить від конкретних напрямків інвестиційної діяльності підприємства, які забезпечують відтворення його основних засобів і нематеріальних активів, а також розширення обсягу власних оборотних активів.

4. Пошук окремих об'єктів інвестування та оцінка їх відповідності напрямкам інвестиційної діяльності підприємства. Досліджується поточна пропозиція на інвестиційному ринку, відбираються для вивчення окремі реальні інвестиційні об'єкти, що найбільш повно відповідають напрямкам інвестиційної діяльності підприємства (її галузевій та і регіональній диверсифікації), розглядаються можливості й умови придбання окремих активів (техніки, технологій та ін.) для відновлення складу діючих їх видів; проводиться ретельна експертиза відібраних об'єктів інвестування.

5. Підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів. Усі форми масштабних реальних інвестицій (крім відновлення окремих видів механізмів і устаткування в зв'язку з їх зносом) формалізуються в реальних інвестиційних проектах. Підготовка таких інвестиційних проектів вимагає розробки відповідних бізнес-планів. Для невеликих реальних інвестиційних проектів допускається розробка скороченого варіанта бізнес-плану (з викладом тільки тих розділів, що безпосередньо визначають доцільність їх здійснення).

6. Забезпечення високої ефективності реальних інвестицій. Відібрані на попередньому етапі об'єкти інвестування аналізуються з позиції їх економічної ефективності. При цьому для кожного об'єкта інвестування використовується конкретна методика оцінки ефективності, за результатами якої проводиться ранжирування окремих інвестиційних проектів за рівнями ефективності. За інших рівних умов для реалізації відбираються ті об'єкти реального інвестування, що забезпечують найбільшу ефективність.

7. Мінімізація ризиків, пов'язаних з реальним інвестуванням. У першу чергу ідентифікуються і оцінюються ризики, властиві кожному конкретному об'єкту інвестування. Останні ранжуються за рівнем ризиків і

відбираються для реалізації ті, що за інших рівних умов забезпечують мінімальні інвестиційні ризики. Поряд з ризиками окремих об'єктів інвестування оцінюються інвестиційні ризики, що пов'язані з реальним інвестуванням у цілому. Необхідність такого аналізу викликана тим, що цей напрямок інвестиційної діяльності супроводжується відволіканням власного капіталу у великих розмірах і, як правило, на тривалий період і це може призвести до зниження рівня платоспроможності підприємства за поточними зобов'язаннями. Крім того, фінансування окремих інвестиційних проектів здійснюється часто за рахунок залучення значного обсягу позикового капіталу, що може призвести до зниження фінансової стійкості підприємства в довгостроковому періоді. Тому в процесі формування інвестиційної політики варто заздалегідь прогнозувати як інвестиційні ризики вплинуть на прибутковість, платоспроможність і фінансову стійкість підприємства.

8. Забезпечення ліквідності об'єктів реального інвестування. Через істотні зміни зовнішнього інвестиційного середовища, кон'юнктури інвестиційного ринку чи стратегії розвитку підприємства в майбутньому періоді за окремими об'єктами реального інвестування може різко знизитись очікувана дохідність, підвищитись рівень ризиків, знизитись значення інших показників інвестиційної привабливості підприємства. Це потребує прийняття рішень щодо своєчасного виведення ряду об'єктів реального інвестування з інвестиційної програми підприємства (продаж) і реінвестування капіталу. З цією метою за кожним об'єктом має бути оцінений ступінь ліквідності інвестицій. За результатами оцінки проводиться ранжування окремих реальних інвестиційних проектів за критерієм ліквідності. За інших рівних умов відбираються ті, що мають найбільший потенційний рівень ліквідності.

9. Формування програми реальних інвестицій. На основі всебічної оцінки проектів (об'єктів) та з урахуванням обсягу інвестиційних ресурсів підприємство формує свою програму реальних інвестицій на майбутній період. Якщо ця програма сформована відповідно до визначальної пріоритетної мети (максимізація доходу, мінімізація інвестиційного ризику та ін.), то необхідності в подальшій оптимізації програми реальних інвестицій не виникає. Якщо ж є потреба збалансування окремих цілей, то програма оптимізується за різними критеріями для досягнення збалансованості і тільки після цього приймається до безпосередньої реалізації.

10. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів та інвестиційної програми. З метою реалізації кожного конкретного реального інвестиційного проекту розробляються капітальний бюджет і календарний графік реалізації.

Капітальний бюджет розробляється, як правило, на період до одного року і відображає усі витрати і надходження коштів, що пов'язані з реалізацією реального проекту.

Календарний графік реалізації інвестиційного проекту (програми) визначає базові періоди часу виконання окремих видів робіт і покладання відповідальності за виконання (а відповідно й ризиків невиконання окремих етапів роботи) на конкретних представників замовника (підприємства) чи підрядника відповідно до їх функціональних обов'язків, які передбачені в контракті на виконання робіт.

6.4. Об'єкти реальних інвестицій та їх оцінка

Реальні інвестиції – це вкладення в основний капітал та на приріст матеріально-виробничих запасів. До них відносять інвестиції:

1) в основні активи на:

- придбання (або виготовлення) нового обладнання, в тому числі витрати на їх доставку, монтаж та введення в експлуатацію;
- модернізацію діючого обладнання;
- будівництво та реконструкцію будівель, споруд та ін.

2) в нематеріальні активи, які пов'язані, перш за все, із придбанням нової технології (патенту, ліцензії) та торгової марки.

3) в оборотні кошти, які передбачають забезпечення:

- нових та додаткових запасів основних та допоміжних матеріалів;
- нових та додаткових запасів готової продукції;
- збільшення рахунків дебіторів.

Загальна сума усіх вище згаданих реальних інвестицій представляє собою сукупні реальні інвестиції, об'єктами яких виступають:

- об'єкти виробничого призначення, які після завершення будівництва будуть функціонувати у сфері матеріального виробництва;
- об'єкти невиробничого призначення;
- будови;
- черги будівництва;
- пускові комплекси;
- об'єкти будівництва;
- нове будівництво;
- розширення діючих підприємств;
- реконструкція діючих підприємств;
- технічне переозброєння діючих підприємств.

Усі об'єкти для реальних інвестицій інвесторами відбираються на конкурсній основі. Інвестор вкладатиме кошти в будівництво нового підприємства лише за умови, якщо об'єкт:

1) відповідає вимогам науково-технічного прогресу, що підтверджується висновком відповідних органів експертизи;

2) має позитивний висновок державної екологічної експертизи;

3) забезпечує:

– ефективність використання в кладених коштів;

– окупність капітальних вкладень у межах п'яти років;

– дотримання нормативних термінів будівництва;

– сприяння рішенню економічних і соціальних проблем;

– розширення експортних можливостей.

Інвестування витрат із технічного переозброєння, реконструкції та розширення діючих підприємств буде здійснюватися тільки за умови, якщо ці заходи забезпечать:

– прискорення науково-технічного прогресу;

– розвиток наукомістких галузей;

– випуск нової високоефективної продукції;

– суттєве підвищення якості продукції;

– підвищення продуктивності праці й скорочення чисельності працюючих;

– розширення виробництва товарів і платних послуг населенню.

При цьому в обов'язковому порядку мають дотримуватися наступні вимоги:

– тривалість здійснення витрат не повинна перевищувати нормативну, а при відсутності норм не повинна перевищувати 2 роки;

– продукція, що передбачена до випуску в результаті здійснення заходів, які інвестуються, повинна відповідати світовому рівню або перевершувати його, бути конкурентноздатною на світовому ринку і відповідати всім вимогам для реалізації за вільноконвертовану валюту.

При оцінці об'єктів реальних інвестицій використовується ряд стандартів вартості майна, які застосовуються в залежності від мети оцінки, саме:

1) *обґрунтована ринкова вартість* – ціна, за якою майно може переходити з рук продавця, який бажає його продати до рук покупця, який бажає його купити, тобто це стартова початкова ціна на ринку;

2) *інвестиційна вартість* – конкретна вартість об'єкту для конкретного інвестора, виходячи з його особистих інвестиційних цілей; .

3) *внутрішня або фундаментальна вартість* – аналітична оцінка об'єкта, яка базується на знаннях та обліку його фінансового стану, а також перспектив

одержання прибутку та чистого доходу;

4) *ліквідаційна вартість* – чиста сума, яка може бути виручена при ліквідації цього об'єкту;

5) *балансова (бухгалтерська) вартість об'єкту* – визначається балансовим рахунком як сума його активів за мінусом зносу, а також сум короткострокових та довгострокових зобов'язань;

б) *відновлена (поточна) вартість* – це балансова вартість з урахуванням переоцінки активів на дату оцінки вартості.

Визначивши вартість об'єкту реальних інвестицій, проводять її оцінку. Оцінка базується на певних принципах, які умовно поділяють на три групи.

До першої групи відносять:

– *принцип вигоди* – вкладаючи інвестиції в основні фонди, зокрема, купуючи нерухомість для виробничої діяльності, необхідно визначити, наскільки цей об'єкт буде йому корисним;

– *принцип заміщення* – найбільша вартість об'єкту нерухомості не може перевищувати найменшу вартість, за якою можна придбати інший об'єкт з подібною вигодою;

– *принцип очікування* – дає можливість визначити поточну вартість майбутніх доходів та вигод, одержаних внаслідок використання об'єкту реальних інвестицій.

Керуючись цими принципами оцінки інвестор визначає цінність самого об'єкту інвестування.

До другої групи відносять:

– *принцип економічної величини (оптимального розміру об'єкту власності)* – розмір прибутку від використання об'єкту залежить від економічної величини останнього. Якщо земельна ділянка, на якому знаходиться об'єкт інвестування, за розмірами перевищує величину, необхідну для функціонування цього об'єкта, його власник заплатить зайву суму за придбання ділянки або її оренду, ще знижує дохід. Отже, економічна величина – це кількість землі, яка забезпечує найкраще функціонування об'єкту інвестування;

– *принцип визначення впливу доходів, що збільшуються або зменшуються, на вартість об'єкту власності* – означає, що в міру доповнень ресурсів до основних факторів виробництва темпи росту чистих доходів будуть збільшуватися до деякої точки, починаючи з якої доходи зростають уповільненими темпами;

– *принцип оцінки збалансованості різних факторів виробництва* – означає, що будь-якому типу землекористування має відповідати оптимальне поєднання факторів виробництва, при якому досягається максимальна вартість

землі та об'єкту вартості, на якому він знаходиться;

– *принцип оцінки залишкової продуктивності землі* – означає, що земля має залишкову продуктивність, яка може бути визначена як чистий дохід, віднесений до землі, після оплати праці, капіталу та підприємницької діяльності. Величина залишкової продуктивності землі визначається її місцезнаходженням.

Друга група принципів оцінки характеризує фактори, які безпосередньо впливають на оцінку усіх засобів виробництва: землі, будівель та споруд обладнання та ін.

До третьої групи відносять:

– *принцип залежності* – враховує те, що вартість об'єкту власності в значній мірі обумовлена його місцезнаходженням, а також наявністю розвиненої інфраструктури, можливістю встановлення економічних зв'язків з власниками інших об'єктів власності, наявністю кваліфікованої робочої сили, екологічної ситуації та ін.;

– *принцип відповідності* – будь-який об'єкт має відповідати нормативним, архітектурним та ринковим стандартам, прийнятим у цьому регіоні;

– *принцип попиту та пропозиції* – цей принцип означає, що при наявності збалансованого попиту та пропозиції ринкова ціна як правило відображає вартість (витрати) виробництва об'єкту реальних інвестицій;

– *принцип конкуренції* – наявність конкуренції приводить до того, що коли прибуток на ринку перевищує рівень, необхідний для оплати факторів виробництва, то на ньому загострюється конкурентна боротьба, в наслідок чого спостерігається зниження середнього рівня чистих доходів. Отже в кінцевому результаті це суттєво впливає на оцінку об'єктів;

– *принцип зміни вартості* – зміна вартості об'єктів нерухомості є постійним процесом, який обумовлюється не лише їх фізичним зносом, але й іншими факторами, зокрема, зміною вартості сировини, провадженням нової техніки, зміни демографічної ситуації та ін.

Третя група включає принципи, які характеризують вплив зовнішнього ринкового середовища на вартість об'єктів реального інвестування.

Синтезом усіх розглянутих вище принципів оцінки вартості об'єктів реального інвестування є принцип найкращого та найбільш ефективного використання об'єкту. Це варіант використання об'єкту, який вибрано з інших варіантів реального інвестування, який може бути фізично здійснений, є достатньо обґрунтований, має реальне фінансове забезпечення і приводить, зокрема, до найвищої вартості земельної ділянки, на якій розташовано об'єкт. Цей варіант використання забезпечує об'єкту реальних інвестицій найвищу поточну вартість на дату оцінки.

Вкладаючи свої кошти в основні фонди інвестор має зробити їх оцінку за повною первісною вартістю або за відновленою вартістю.

Питання для самоконтролю

1. Розкрийте сутність та особливості реальних інвестицій.
2. Що таке управління реальними інвестиціями підприємства?
3. Назвіть і охарактеризуйте форми реальних інвестицій.
4. Назвіть і охарактеризуйте об'єкти реальних інвестицій.
5. Дайте визначення політики управління реальними інвестиціями підприємства.
6. Методичні підходи до оцінки об'єктів реальних інвестицій.
7. Назвіть основні етапи процесу управління реальними інвестиціями на підприємстві.

ТЕМА 7. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПРОЕКТ

- 7.1. Сутність і класифікація інвестиційних проектів.
- 7.2. Життєвий цикл інвестиційного проекту.
- 7.3. Витрати та вигоди інвестиційного проекту.
- 7.4. Структура та порядок розробки інвестиційного проекту.
- 7.5. Оцінка фінансової спроможності проекту.
- 7.6. Зміст і порядок розроблення бізнес-плану інвестиційного проекту.

Ключові слова: *проект, інвестиційний проект, життєвий цикл проекту, витрати і вигоди проекту, бізнес-план проекту.*

7.1. Сутність і класифікація інвестиційних проектів

Проект – це сукупність взаємопов'язаних заходів, спрямованих на реалізацію певної сукупності цілей, що впливають з мети проектування, обмежені фінансовими, матеріальними, трудовими ресурсами та визначені в часі.

У сучасному розумінні *проект* – це все те, що змінює наше життя: будівництво житлового будинку, спорудження промислового об'єкта, програма науково-дослідних робіт, реконструкція підприємства, створення нової організації чи навіть кінофільму, розвиток регіону та ін.

Проект містить *задум* (проблему або завдання), *засоби реалізації* (рішення) та *цілі реалізації* (результати рішення).

Основні ознаки *проекту*: зміна стану проекту; обмеженість у часі; обмеженість ресурсів; неповторність (оригінальність).

Зміна стану проекту. *Проект* розглядається, за визначенням, як зміна вихідного стану будь-якої системи (наприклад, підприємства), що пов'язана з витратами часу та коштів.

Обмеженість у часі означає, що будь-який проект має термін початку і завершення, якого неухильно потрібно дотримуватися.

Обмеженість ресурсів означає, що будь-який *проект* має свій обсяг матеріальних, людських і фінансових ресурсів, які використовуються згідно з установленим і лімітованим бюджетом.

Неповторність (оригінальність) означає, що заходи, які необхідно здійснити для реалізації *проекту*, мають такий рівень інновацій, комплексності та структурованості, який дозволяє відрізнити проекти між собою.

Реалізація будь-якого інвестиційного проекту переслідує певну мету. Для різних проектів ці цілі можуть бути різними, але в цілому їх можна об'єднати в чотири групи: збереження продукції на ринку, розширення обсягів виробництва та поліпшення якості продукції, випуск нової продукції, вирішення соціальних та економічних завдань.

Певна мета може бути досягнута різними шляхами, тому більшість проектів має конфліктний характер, коли опрацьовуються різні шляхи досягнення однієї і тієї ж мети.

Основні класифікаційні ознаки проектів: масштаб (розмір); складність; якість; термін реалізації.

За *масштабом* проекти поділяють на :

- 1) малі (вартістю до 10 млн.дол. США);
- 2) середні (вартістю від 10-50 млн.дол. США);
- 3) великі (вартістю від 50-100 млн.дол. США);
- 4) надвеликі (вартістю більше 100 млн.дол. США).

За *складністю* проекти поділяються на:

1) *монопроект* – представляє собою окремий проект певного виду (інвестиційний, соціальний та інші) та масштабу (розміру);

2) *мультипроект* – це комплексний проект, що складається з декількох монопроектів;

3) *мегапроект* – це цільові програми, що складаються з великої кількості взаємопов'язаних моно- та мультипроектів, об'єднаних однією метою та відпущеним на їх виконання часом.

За *якістю* проекти поділяються на:

- 1) *звичайної якості*;
- 2) *бездефектні*.

На відміну від *звичайних*, до якості *бездефектних* проектів висувають жорсткі вимоги, їх вартість досить значна і може вимірюватись сотнями мільйонів і навіть мільярдів доларів (атомні електростанції).

За *тривалістю* проекти поділяються на:

1) *короткострокові* (за одним варіантом до 1-го року, за іншим – до 3-х років);

2) *середньострокові* (за одним варіантом до 10-ти років, за іншим – від 3 до 5 років);

3) *довгострокові* (за одним варіантом більше 10 років, за іншим – більше 5-ти років).

7.2. Життєвий цикл інвестиційного проекту

Проект у своєму розвитку проходить кілька фаз (стадій), сукупність яких складає його життєвий цикл. За підходами Світового банку, життєвий цикл проекту (ЖЦП) – це час від першої затрати до останньої вигоди проекту. Закінченням проекту може бути: введення в дію об'єктів, початок їх експлуатації та використання результатів виконання проекту; досягнення проектом заданих результатів; припинення фінансування проекту; початок робіт з внесення в проект серйозних змін, не передбачених початковим задумом, тобто модернізація; виведення об'єктів проекту з експлуатації.

ЖЦП має шість стадій: ідентифікації, розробки, експертизи, переговорів, реалізації, завершальної оцінки.

Ідентифікація охоплює час виникнення та вибору ідей, які можуть забезпечити певні завдання розвитку. Складається перелік можливих ідей, які уточнюються, аналізуються з метою остаточного визначення такої комбінації заходів, яка найкращим чином забезпечить досягнення цілей проекту. Здійснюється також аналіз економічної політики держави, макро- та мікросередовища, де буде розгортатись проект. При необхідності проводиться аналіз здійсненності проекту. Проект може вважатися вивіреном і готовим для передачі на стадію розробки за таких умов: проведено відбір альтернативних варіантів проекту; ідентифіковано основні організаційні й політичні проблеми, які можуть вплинути на долю проекту, і визначено, що вони можуть бути розв'язані; визначено очікувані вигоди й витрати; існує цілковита підтримка як влади, так і інших учасників проекту.

Після прийняття позитивного рішення, чи варто продовжувати розгляд даної ідеї, розпочинається стадія *розробки* проекту, де здійснюється уточнення проекту за всіма його параметрами, з визначенням фінансової та економічної ефективності, прийнятності з точки зору соціальних, культурних та екологічних міркувань, масштабності організаційних заходів. На основі проведених досліджень здійснюється попереднє інженерне проектування, розгляд систем управління проектом, оцінка впливу проекту на довкілля та соціально-економічну ситуацію місця реалізації проекту. Незалежно від того, проведено чи ні попередній аналіз здійсненності проекту, основний його аналіз (скринінг) має посідати певне місце у процесі розробки проекту.

Кінцевий варіант проекту повинен пройти *експертизу*, яка забезпечує остаточну оцінку всіх його аспектів перед запитом про фінансування. Проводиться докладне вивчення фінансово-економічної ефективності, факторів невизначеності і ризиків та інших моментів, які можуть вплинути на успішність реалізації проекту. Експертиза проекту може здійснюватись як особами, які

проводили передінвестиційні дослідження й розробку проекту, так і сторонніми експертами. Експертизі можуть підлягати як проект, так і організації, що беруть участь у реалізації проекту.

Мета наступної стадії – *переговорів* – досягнення домовленостей між учасниками проекту і заключення договорів про фінансування проекту та виконання робіт.

З початком виконання робіт для досягнення цілей проекту розпочинається стадія *реалізації*, першим етапом якої є планування, проведення переговорів та укладання контрактів на постачання і виконання робіт. На цій стадії здійснюється контроль: інженерно-технічний нагляд за технічними аспектами проекту; контроль замовником ходу виконання проекту; контроль інвесторами, що має дві мети – забезпечити здійснення цілей проекту і погашення кредиту або одержання планованого прибутку від інвестицій.

На стадії *завершальної оцінки* визначається ступінь досягнення цілей проекту, робляться висновки щодо його використання в інших проектах. Важливим моментом проведення такої завершальної оцінки є встановлення причин успіху або провалу проекту. Це дає змогу з'ясувати такі особливості, які можуть з успіхом використовуватися в інших проектах. Завершальна оцінка також надає менеджерам та зацікавленим користувачам інформацію щодо того, наскільки ефективно і повно проекти досягають сподіваних результатів.

Програмою промислового розвитку ООН (UNIDO) запропоноване своє бачення циклу, як сукупності трьох окремих фаз: передінвестиційної, інвестиційної, експлуатаційної.

Передінвестиційна фаза має такі стадії: визначення інвестиційних можливостей (експрес-оцінка), аналіз альтернативних варіантів проекту, попередній відбір проекту на основі попереднього техніко-економічного обґрунтування (ПТЕО), остаточне техніко-економічне обґрунтування (ТЕО), висновок по проекту та рішення про інвестування (оцінкове заключення).

Існує кілька підходів для ідентифікації інвестиційного проекту: на рівні регіону, сектора економіки, підприємства. Два перші підходи – це комплексний макроекономічний аналіз інвестиційного потенціалу в цілому країні, регіону, або окремого сектора економіки в їх межах. Він включає огляд, аналіз та оцінку природно-ресурсного потенціалу, промислово-виробничої структури, соціально-економічної інфраструктури, демографічної та екологічної ситуації та ін.. Підхід на рівні підприємства – це аналіз на мікроекономічному рівні щодо інвестиційних потреб, ідей, можливостей підприємства, організації.

Дослідження забезпечення (функціональні дослідження) проводяться, як правило, окремо і включаються в ПТЕО і ТЕО пізніше.

Інвестиційна фаза має такі стадії: встановлення правової, фінансової та організаційної основ для здійснення проекту, придбання і передача технологій, опрацювання і укладання контрактів, придбання землі, будівельні роботи і монтаж обладнання, здійснення передвиробничого маркетингу, набір і навчання персоналу, здача в експлуатацію та запуск.

Експлуатаційна фаза розглядається в довго- і короткостроковому планах. У першому випадку до розгляду береться обрана стратегія та сукупні витрати на виробництво і маркетинг, надходження від продаж. У другому випадку – вивчається можливе виникнення проблем (технологічних, кадрових, організаційних).

7.3. Витрати та вигоди інвестиційного проекту

Одним з основних завдань проектного аналізу є визначення цінності проекту. Цінність проекту визначається як різниця його позитивних результатів або вигод та негативних результатів або витрат, тобто:

$$\text{Цінність проекту} = \text{Вигоди} - \text{Витрати} \quad (7.1)$$

Якщо проект упроваджується на діючому підприємстві, то метою проектного аналізу є встановлення відмінності між ситуаціями з проектом та без проекту. Врахування прирощених у результаті проекту вигод і витрат вимагає уточнення наведеної раніше формули:

$$\text{Цінність проекту} = \text{Зміна вигоди} - \text{Зміна витрат в результаті проекту} \quad (7.2)$$

Необхідно уникати подвійного рахунку. Оцінюючи проект, слід брати до уваги всі витрати і вигоди проекту, але не можна їх враховувати двічі. Наприклад, виплата процентів за кредит або одержання доходів від реалізації основних фондів можуть бути враховані як витрати двічі. Тому перелік вигод і витрат слід максимально деталізувати і дбати, щоб не допустити подвійного рахунку.

Таким чином, розраховуються:

- інвестиційні витрати проекту – це капітальні витрати, пов'язані з розробкою та реалізацією проекту;
- експлуатаційні витрати, пов'язані з виробництвом продукції проекту та його функціонуванням загалом (експлуатаційна фаза);
- вигоди проекту – виручка від реалізації продукції проекту та інші надходження, пов'язані з проектом.

Інформаційним забезпеченням розрахунку потоків реальних грошових коштів слугують такі вхідні форми: таблиця інвестиційних витрат, у якій відбиваються капіталовкладення в період будівництва і виробництва; програма виробництва і реалізації за видами продукції, яка включає обсяг виробництва в натуральному та вартісному вираженні, обсяг реалізації в натуральному вираженні, ціну реалізації за одиницю продукції, завершальній позицією даної форми є виручка від реалізації; середньооблікова чисельність працюючих за основними категоріями працівників; поточні витрати на загальний обсяг випуску продукції (робіт і послуг); структура поточних витрат за видами продукції; потреба в оборотному капіталі; джерела фінансування (акціонерний капітал, кредити та ін.).

Зазначена інформація поміщається в таблицю, яка відображає потік готівки (реальних грошових коштів) при здійсненні інвестиційного проекту.

Схеми розрахунку витрат проекту зображена в таблицях 7.1, 7.2.

Таблиця 7.1. Капітальні витрати проекту

Статті витрат	1 рік	2 рік	3 рік
0. Передінвестиційні дослідження і підготовчі роботи			
1. Купівля землі, підготовка та освоєння земельної ділянки			
2. Будівництво, будівлі й споруди			
3. Машини та обладнання (автомобільний транспорт, меблі, побутові електронні, оптичні, електромеханічні прилади та інструменти)			
4. Захист навколишнього середовища			
5. Технології			
6. Накладні витрати, в т.ч.			
6.1. Створення компанії та організаційна діяльність			
6.2. Управління проектом			
6.3. Придбання і передача технологій			
6.4. Детальне проектування			
6.5. Маркетинг і постачання			
6.6. Здача підприємства в експлуатацію			
6.7. Витрати на випуск цінних паперів			
6.8. Інші накладні витрати			
7. Непередбачені обставини (резерв)			
РАЗОМ капітальні витрати			

Таблиця 7.2 – Схема сукупних витрат інвестиційного проекту

Групи та підгрупи витрат	Перелік витрат	Компоненти витрат
1. Початкові інвестиційні витрати		
1.1. Витрати на основні засоби	а) Витрати інвестування в основний капітал б) Перед-виробничі та виробничі витрати	Вартість земельної ділянки (купівля чи поліпшення), витрати на підготовку виробничої території. Вартість будівництва. Вартість придбання обладнання та його монтажу. Інші основні засоби, у тому числі затрати на постачання, пакування, транспортування продукції. Попередні затрати на організацію випуску цінних паперів. Інвестиції в підготовчі роботи (передінвестиційні дослідження, ТЕО, оплату консультаційних послуг щодо виконання передінвестиційних досліджень). Інші затрати (попередні витрати на маркетинг; оплата патентів і "ноу-хау").
1.2. Витрати на обіговий капітал	а) Поточні активи б) Кредиторська заборгованість	1. Запаси (виробничих матеріалів, запчастин, незавершене виробництво, готова продукція). 2. Дебіторська заборгованість (сума боргів компанії за комерційним кредитом, наданим покупцям її товарів). 3. Грошова готівка. 1. Сума боргів, які компанія зобов'язана сплатити за комерційним кредитом, наданим їй постачальниками продукції (сировина, матеріали, напівфабрикати, обладнання і фінансові кредити).
2. Виробничі та невиробничі витрати		
2.1. Виробнича собівартість	а) Прямі матеріальні б) Прямі трудові в) Інші прямі витрати	Витрати на сировину, матеріали, напівфабрикати, паливо, електроенергію (для виробничих потреб). Витрати на оплату праці виробничого персоналу. Витрати на ремонт використовуваного і невикористовуваного обладнання, на утримання виробничих приміщень (опалення, електроосвітлення), придбання і ремонт виробничих приміщень, вивезення відходів виробництва, затрати на економію.
	Загально-виробничі витрати	Витрати на управління виробництвом. Амортизація основних засобів та нематеріальних активів загально-виробничого призначення. Витрати на удосконалення технології та організації виробництва. Виплати на утримання виробничих приміщень. Витрати на ОП та ТБ. Інші витрати.
2.2. Адміністративні витрати		Загальні корпоративні витрати. Витрати на службові відрядження. Амортизація ОЗ та нематеріальних активів загальногосподарського призначення. Виплати на утримання невиробничих приміщень. Комунальні виплати.
2.3. Амортизаційні витрати		
2.4. Витрати фінансування		Рентні платежі. Пені, штрафи та ін..
3. Збутові (маркетингові) витрати		
3.1. Прямі витрати	а) Пакування і збереження готової продукції. б) Транспортні витрати. в) Витрати на продаж	Реклама, оплата торгових маклерів, комісійні та ін..
3.2. Непрямі витрати		Оплата персоналу. Затрати на вивчення ринку.

7.4. Структура та порядок розробки інвестиційного проекту

Інвестиційний проект – це документ, що визначає необхідність реального інвестування, в якому в певній послідовності розділів викладають основні характеристики проекту та очікувані результати від його реалізації.

Диференціація вимог до розроблення інвестиційних проектів

Для невеликих інвестиційних проектів, які фінансуються підприємством за рахунок внутрішніх джерел, обґрунтування здійснюється за скороченим переліком розділів та показників. У такому обґрунтуванні повинно бути: мета здійснення інвестиційного проекту; основні параметри проекту; обсяг необхідних фінансових коштів; показники ефективності інвестицій; схема реалізації проекту (календарний план).

Для середніх та великих інвестиційних проектів, фінансування яких здійснюється втому числі за рахунок зовнішніх джерел, обґрунтування має бути виконане повномасштабно за відповідними національними чи міжнародними стандартами.

Відповідно до рекомендацій ЮНІДО інвестиційний проект повинен містити такі розділи:

1) коротка характеристика проекту (резюме): подають узагальнення за основними аспектами розробленого проекту. На основі цього розділу інвестор має зробити висновок: чи відповідає даний проект напрямку його інвестиційної діяльності та інвестиційної стратегії, чи відповідає він потенціалу інвестиційних ресурсів, чи влаштовує період реалізації і терміни повернення вкладених коштів;

2) передумови та основна ідея проекту: перераховуються найбільш важливі параметри проекту, розглядають регіон його розташування, відповідність ринковому та ресурсному середовищу, приводять графік реалізації проекту та характеристику його ініціатора;

3) аналіз ринку та концепція маркетингу: результати маркетингових досліджень; концепція маркетингу; проект бюджету маркетингу;

4) сировина та поставки: перелік та загальна потреба в сировині та матеріалах; наявність основної сировини в регіоні; рівень забезпеченості сировиною; програма поставок; витрати на поставки і закупівлі;

5) місце розташування, будівельний майданчик та навколишнє середовище: місце розташування проекту; характер природного навколишнього середовища та ступінь впливу на нього проекту; стан інвестиційного клімату, виробничої і комерційної інфраструктури; обґрунтування вибору будівельного майданчика з існуючих альтернатив; сума затрат на освоєння будівельного майданчика;

6) проектування та технології: виробнича програма; виробничі потужності; вибір технології (в тому числі пропозиції стосовно її придбання або передачі); детальний територіальний план підприємства та основні проектно-конструкторські роботи; перелік основних машин та обладнання; сукупність інвестиційних витрат, пов'язаних з цим;

7) організація управління: організаційна схема та система управління підприємством; кошторис накладних витрат, пов'язаних з організацією управління;

8) трудові ресурси: вимоги до категорій та функцій персоналу; напрямки забезпечення персоналом, а саме: набір в рамках регіону; навчання працівників; залучення з інших регіонів; кошторис пов'язаних з цим витрат;

9) планування реалізації проекту: обґрунтовуються окремі стадії здійснення проекту; складають графік реалізації проекту; розраховують бюджет реалізації проекту;

10) фінансовий план і оцінка ефективності інвестицій: фінансовий прогноз; розроблення основних видів фінансових планів; визначення сукупного обсягу інвестиційних витрат; оцінка ефективності інвестицій; оцінка інвестиційних ризиків.

7.5. Оцінка фінансової спроможності проекту

Для оцінки фінансової спроможності проекту необхідно спрогнозувати обсяг продаж, порівняти його з витратами за проектом і визначити джерела прокриття очікуваних витрат. Прогноз обсягів реалізації визначається у процесі комерційного аналізу з урахуванням рівня інфляції (інфляція: курсу гривні щодо \$, на збут, прямі матеріальні витрати, ЗП, операційні витрати, основні фонди), а також часу на збут, затримки платежів, частку реалізації фактичну, частку реалізації в кредит, частку реалізації з авансом.

Розрахунок капітальних витрат проекту. Склад капітальних витрат: передінвестиційні дослідження і підготовчі роботи; купівля землі, підготовка і освоєння земельної ділянки; будівництво, будівлі та споруди; машини та обладнання; захист довкілля; технологія; накладні витрати (створення компанії, організаційна діяльність, управління проектом, придбання та передача технології, детальне проектування, маркетинг і постачання, здача підприємства в експлуатацію), резерв на непередбачені витрати і роботи.

Потреба в оборотних коштах проекту. Потреба в оборотних коштах проекту – це мінімальна необхідна сума коштів в обороті з урахуванням нормативу запасів товарно-матеріальних цінностей та нормативу дебіторської

заборгованості. Мінімальна необхідна сума коштів в обороті рівна добутку поточних грошових витрат і циклу обороту коштів (час між закупівлею сировини і датою надходження виручки від реалізації продукції), поділених на 360. Норматив запасів товарно-матеріальних цінностей – це прямі матеріальні витрати помножені на цикл виробництва (час між закупівлею сировини і датою відвантаження готової продукції), віднесеного до 360. Норматив дебіторської заборгованості рівний добутку чистого обсягу реалізації і терміну погашення дебіторської заборгованості поділені на 360.

Обґрунтування джерел фінансування проекту.

Бюджет проекту показує як джерела фінансування покривають капітальні та поточні витрати. Бюджет уточнюється після розрахунку балансу грошових потоків.

Фінансовий план фірми, яка розробляє проект, узагальнює результати проектного аналізу, що передували його розробці. Показники фінансового плану розраховуються без урахування проектних і з їх урахуванням, що дає можливість визначити вплив проекту на розвиток діяльності фірми. Фінансовий план включає такі розділи: план прибутку, податковий план, баланс грошових потоків, прогноз бухгалтерського балансу, розрахунок показників ліквідності та рентабельності, розрахунок показників ефективності проекту.

План прибутку розробляється з метою розрахунку суми податку на прибуток підприємств і необхідний для розрахунку валового, розрахункового та чистого прибутку, що використовуватимуться для визначення рентабельності.

Схема розрахунку податку на прибуток:

- оподатковуваний прибуток = валовий дохід (доходи від реалізації товарів, доходи від реалізації ЦП, доходи від спільної діяльності і у вигляді дивідентів, доходи з інших джерел і від позареалізаційних операцій) – ПДВ, акциз, податок з доходів фізичних осіб, прямі інвестиції, реінвестиції, додаткові пенсійні внески, емісійний дохід, доходи від спільної діяльності та дивіденти доходу по яких нараховано, ін.-валові витрати – амортизація;

- податок на прибуток = оподатковуваний прибуток * % ставку податку на прибуток.

Податковий план розробляється з метою розрахунку всіх видів податків і зборів, які фірма має сплатити у ході реалізації проекту (перелік).

Баланс грошових потоків розраховується з метою узагальнення всіх попередніх розрахунків обсягів реалізації, витрат, податків, залучення капіталу. Він складається за видами діяльності: надходження та виплати по операційній, інвестиційній, фінансовій діяльності (схема).

Прогноз бухгалтерського балансу здійснюється на кінець кожного року проекту, щоб визначити вузькі місця та показники рентабельності й ліквідності.

Розрахунок показників ліквідності: чисті оборотні активи, ліквідні активи, номінальна вартість власного капіталу, поточний коеф. покриття, коеф. кислотного тесту, коеф. забезпеченості власного капіталу чистою номінальною вартістю активів.

Рентабельність аналізується за допомогою системи показників “Каскад”, показників рентабельності інвестицій, інвестованого капіталу. Розрахунок показників ефективності проекту здійснюється за допомогою показників ЧТВ, внутрішньої норми рентабельності, коеф. вигод/витрат, строку окупності проекту.

7.6. Зміст і порядок розроблення бізнес-плану інвестиційного проекту

Бізнес-план – це стандартний документ, у якому детально обґрунтовуються концепція інвестиційного проекту, наводяться його основні технічні, економічні, фінансові та соціальні характеристики.

Бізнес-план виконує дві функції: зовнішню (ознайомлення ділових людей із сутністю та програмою реалізації нової підприємницької ідеї); внутрішню (опрацювання системи управління реалізацією інвестиційного проекту). Бізнес-план дає можливість з'ясувати життєздатність проекту за умов ринкової конкуренції, містить орієнтири подальшого розвитку підприємства, є підставою для отримання фінансової підтримки від зовнішніх інвесторів.

Основними принципами, якими слід керуватися при розробці бізнес-планів інвестиційного проекту, є: безперервність, багатоваріантність, кількісна визначеність, науковість, збалансованість, оптимальність, системність, спадкоємність, гнучкість.

Склад бізнес-плану і ступінь його деталізації залежить від розмірів проекту і сфери, до якої він належить. Для великих інвестиційних проектів, які потребують значних капіталовкладень, а також розробки проектів, пов'язаних з виробництвом нових видів продукції – розробляється повний варіант бізнес-плану. Для невеликих інвестиційних проектів допускається розробка короткого варіанту бізнес-плану, який на вимогу кредитора або інвестора може бути доповнений.

Бізнес-план для більшості країн ринкової економіки носить уніфікований характер і складається з таких розділів:

1. Коротка характеристика інвестиційного проекту (резюме).
2. Характеристика галузі, в якій реалізується інвестиційний проект.

3. Характеристика продукції або послуг.
4. Розміщення об'єкту.
5. Аналіз ринку.
6. Запланований обсяг та структура виробництва продукції.
7. Забезпеченість основними ресурсами.
8. Стратегія маркетингу.
9. Управління інвестиційним проектом.
10. Оцінка ризику та форми їх страхування.
11. Фінансовий план.
12. Стратегія фінансування інвестиційного проекту.

1. Коротка характеристика інвестиційного проекту (резюме).

Цей розділ складається після розробки всіх решти 11-ти розділів, коли обґрунтована концепція проекту та визначено форми її реалізації. Резюме має бути коротким (не більше 2-3 сторінок) і трактується як самостійний рекламний документ, оскільки містить основні положення всього бізнес-плану.

Виходячи з його змісту, інвестор часто вирішує, чи варто йому витратити час і читати бізнес-план до кінця. Тому в резюме необхідно чітко і переконливо викласти основні положення проекту, а саме: чим буде займатися підприємство; скільки коштів потрібно вкласти в нього; який очікується попит на продукцію; чому підприємство досягне успіху.

У розділі відображаються такі характеристики інвестиційного проекту: сума інвестицій (в національній валюті з урахуванням темпів інфляції); період, від вкладання інвестицій до початку експлуатації об'єкту; період окупності інвестицій; для іноземних інвесторів додатково – основні положення державного та правового регулювання бізнесу на Україні.

2. Характеристика галузі, в якій реалізується інвестиційний проект.

Розглядається відповідність галузевої направленості інвестиційного проекту завданням структурної перебудови економіки України, тенденціям розвитку попиту на продукцію галузі. Також можуть бути використані показники, які характеризують інвестиційну привабливість галузей економіки України: рівень прибутковості діяльності галузі; рівень перспективності розвитку; рівень інвестиційних ризиків, характерних для галузі та ін.

3. Характеристика продукції або послуг. Розглядаються характерні особливості продукції, її переваги та недоліки, порівнюючи з продукцією, яка вже є на ринку, конкурентоздатність продукції за основними характеристиками, ціною.

4. Розміщення об'єкту: робиться оцінка інвестиційної привабливості регіону; розглядаються переваги розташування об'єкту відносно сировинних,

енергоресурсів, кадрового потенціалу та ринків збуту; визначається ринкова вартість земельної ділянки з врахуванням продажу землі в майбутньому.

5. Аналіз ринку в поточний період і прогноз на майбутнє. Визначаються потенційні покупці продукту в даному регіоні та можлива кількість оптових покупців продукту за межами району. Проводиться аналіз видів продукції, яка вже є на внутрішньому ринку, її обсяги за останні три роки в розрізі вітчизняного та імпортного виробництва. Особлива увага приділяється динаміці цін на продукцію та порівняння зі світовими цінами на аналогічну продукцію. Здійснюється оцінка теперішнього та прогнозного рівня конкуренції, де визначається кількість підприємств, що виготовляють аналогічну продукцію, прогноз появи нових підприємств – конкурентів.

6. Планування обсягів і структури виробництва. Обґрунтовується загальний обсяг випуску продукції в середньому за рік при виході на проектну потужність та аналогічні розрахунки за окремими видами товарів за окремими роками на 5-ти річний період з урахуванням росту виробничих потужностей. Планування обсягів та структури виробництва продукції здійснюється в натуральних одиницях; національній валюті (в цінах на момент складання бізнес-плану без урахування інфляції); в доларах США.

7. Забезпеченість основними ресурсами. Визначається забезпеченість: випуску продукції основними видами сировини, матеріалів, енергетичних ресурсів з точки зору ефективності розміщення інвестиційного проекту; сучасним обладнанням відповідно до передбаченої технології виробництва продукції, необхідність його купівлі на Україні чи за кордоном; відповідними виробничими приміщеннями, необхідність їх розширення або нового будівництва; персоналом відповідної кваліфікації; наявність у інвестора технологій, які б відповідали сучасним стандартам.

8. Стратегія маркетингу. Розробляється як окремий розділ, якщо на ринок виходить принципово новий вид продукції; продукцію планується реалізовувати за межами України; при високому рівні конкуренції в даному регіоні. При відсутності в майбутньому проблем з попитом на продукцію маркетингова стратегія може не розроблятися.

9. Управління реалізацією інвестиційного проекту. Визначається організаційно-правова форма реалізації інвестиційного проекту: на основі діючої компанії; створення нового акціонерного товариства відкритого чи закритого типу; створення товариства з обмеженою відповідальністю та ін. Також необхідно вказати, чи інвестиційний проект буде реалізований самостійно, чи будуть залучені підрядні організації.

10. Оцінка ризиків та форми їх страхування. Розглядаються окремі види ризиків, результати їх оцінки, форми найбільш ефективного їх страхування:

розробка профілактичних заходів із їх попередженням; створення відповідних резервних фондів; страхування найбільш вагомих ризиків; розподіл негативних фінансових наслідків серед інвесторів та учасників. Розглядаються можливі варіанти виходу із інвестиційного проекту на будь-якій стадії його реалізації, якщо фактичний рівень ризику значно перевищує розрахунковий (середньогалузевий чи середньо регіональний) суттєво вплине на ефективність інвестиційного процесу.

11. Фінансовий план. На першому етапі складається графік вкладення інвестицій, які зв'язані з будівництвом та введенням об'єкту в експлуатацію. На перший рік графік розробляється на місяці, на другий рік – на квартали. У даному графіку відображаються інвестиції в оборотні активи та створення необхідних резервних фондів. На другому етапі обґрунтовуються доходи та витрати, пов'язані з експлуатацією інвестиційних проектів: доход від реалізації продукції (послуг); обсяг поточних витрат; податкові платежі; чистий прибуток та ін. На третьому етапі визначається точка беззбитковості, яка показує, при якому обсязі продажу продукції буде досягнута самоокупність господарської діяльності об'єкту інвестування на стадії його експлуатації. На четвертому етапі визначається період окупності інвестицій в проекти.

12. Стратегія фінансування інвестиційного проекту – визначаються джерела фінансування інвестиційного проекту (власні, позичкові, залучені). Детально розглядається можливість залучення коштів іноземних інвесторів: грошові вклади в іноземній валюті; майнові вклади; отримання кредитів іноземних банків; залучення до будівництва зарубіжних підприємців.

Розроблений бізнес-план дає можливість інвесторам всебічно оцінити доцільність його реалізації та очікувану ефективність.

Підготовка бізнес-плану інвестиційного проекту – важкий і трудомісткий процес. Для його розробки необхідно розглядати декілька сценаріїв розвитку з урахуванням чутливості до змін на ринку, а також необхідний постійний контроль та коригування проекту з урахуванням фактичних змін у грошовому потоці. Здійснити це можливо за допомогою інформаційно-комп'ютерних технологій фінансового планування та контролю за інвестиціями. Сьогодні на ринку інформаційних технологій України використовуються такі програми: MICROSOFT PROJECT, TIME LIME, PRIMA VERA, COMFAR, PROJECT EXPERT, АЛЪТ-ІНВЕСТ та ін.

Найчастіше розробка практичного бізнес-плану інвестиційного проекту здійснюється за допомогою пакету прикладних програм (ППП) «Project Expert», в основу якої покладені методика оцінки інвестиційних проектів ЮНІДО та методика фінансового аналізу, яка відповідає міжнародним стандартам бухгалтерського обліку. Ця програма має можливість провести детальний

аналіз проекту з урахуванням впливу на нього загальноекономічних чинників, що характеризують соціально-економічний стан країни, тенденції інфляції, співвідношення курсу валют, динаміки масштабів і структури витрат на виробництво, у т. ч. сировину, матеріали та комплектуючі вироби, заробітну плату керівників та виробничого персоналу, вартість основних виробничих фондів, особливості порядку та часу проходження платежів за реалізовану продукцію, інвестиційний клімат, умови залучення капіталу, можливі зміни у системі податків та ін.

Великі можливості має система планування й управління інвестиційними проектами, зокрема, у частині організації контролю за процесом реалізації проектів. Вона передбачає: актуалізацію (оновлення) фактичних даних про процес реалізації бізнес-проектів; контроль за наслідками порівняння початкового плану та фактичних даних із заданою періодичністю аналізу ситуації. На підставі звіту, сформованого в результаті виконання процедур контролю, здійснюється управління інвестиційними проектами, найважливішим принципом якого є своєчасне ухвалення оперативного рішення про коригування бізнес-плану проекту або його припинення у разі виникнення непередбачених проблем. Крім того, вона передбачає реалізацію процедур оптимізації, що стосуються процесу розподілу обмежених засобів бюджету, на базі заздалегідь встановлених пріоритетів і ранжування проектів з метою визначення серед альтернативних найбільш привабливого.

ППП «Project Expert» забезпечує подання результатів фінансового аналізу у вигляді таблиць, діаграм і графіків, які можуть бути виведені на друк. Користувач одразу може провести інтегральну оцінку проекту за багатьма критеріями. Тому він є достатньо перспективним і зручним інструментом для практичного використання при розробці як інвестиційних стратегічних планів, так і обґрунтуванні економічної ефективності окремих проектів.

Питання для самоконтролю

1. Що таке інвестиційний проект?
2. Назвіть і охарактеризуйте види проектів.
3. Що таке життєвий цикл проекту? Охарактеризуйте основні стадії ЖЦП за підходом Світового банку.
4. Охарактеризуйте основні методи оцінки та критерії ефективності реальних інвестиційних проектів.
5. Зміст бізнес-плану реального інвестиційного проекту.
6. Назвіть і охарактеризуйте принципи оперативного управління реалізацією реальних інвестиційних проектів.
7. Бюджет реального інвестиційного проекту.

ТЕМА 8. ПРАВИЛА ПРИЙНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ

- 8.1. Способи та методи прийняття інвестиційних рішень.
- 8.2. Проектні ризики та методи управління ними.
- 8.3. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів.
- 8.4. Управління реалізацією реальних інвестиційних проектів.

Ключові слова: інвестиційні рішення, проектні ризики, методи управління проектними ризиками, ефективність реальних інвестиційних проектів, методи оцінки ефективності інвестиційних проектів, реалізація інвестиційних проектів.

8.1. Способи та методи прийняття інвестиційних рішень

Усі рішення, пов'язані з інвестиційною діяльністю, можна класифікувати таким чином:

1) обов'язкові інвестиції, тобто ті, які необхідні, щоб фірма могла продовжувати свою діяльність: рішення про зменшення шкоди навколишньому середовищу; покращення умов праці за дотриманням державних норм;

2) рішення, спрямовані на зниження видатків: рішення про удосконалення технологій, які застосовуються; про підвищення якості продукції, робіт, послуг; покращення організації праці та управління, рішення, спрямовані на розширення та поновлення фірми: інвестиції на нове будівництво (спорудження об'єктів, які будуть мати статус юридичної особи); інвестиції на розширення фірми (спорудження об'єктів на нових майданчиках); інвестиції на реконструкцію фірми (спорудження СМР на діючих майданчиках з частковою заміною обладнання); інвестиції на технічне переобладнання (заміна та модернізація обладнання);

3) рішення про придбання фінансових активів: рішення, спрямовані на створення стратегічних альянсів (синдикати, консорціуми та ін.); рішення про поглинання фірм (менеджер); рішення про використання складних фінансових інструментів в операціях з основним капіталом.

4) рішення про освоєння нових ринків та послуг.

5) рішення про придбання НМА.

Ступінь відповідальності за прийняття інвестиційного проекту у рамках того чи іншого напрямку різна. Тому повинна бути різна і глибина аналітичного опрацювання економічної сторони проекту, яка передуює прийняттю рішення. Нерідко рішення повинні прийматися в умовах, коли є ряд альтернативних чи

взаємозалежних проектів. У цьому випадку необхідно зробити вибір одного чи декількох проектів, опираючись на деякі критерії. Два проекти називаються *незалежними*, якщо рішення про прийняття одного з них не впливає на рішення про прийняття іншого, *альтернативними*, якщо вони не можуть бути реалізовані одночасно, тобто прийняття одного з них автоматично означає, що другий проект має бути відхилено.

В умовах ринкової економіки можливостей для інвестування достатньо багато, проте будь-яке підприємство має обмежені ресурси, доступні для інвестування. Тому постає задача оптимізації інвестиційного портфелю.

Прийняття рішень ґрунтується на використанні різних формалізованих та неформалізованих методів та критеріїв:

- критерії, які дозволяють оцінити реальність проекту: нормативні критерії; ресурсні критерії (науково-технічні; технологічні; виробничі); обсяг та джерела фінансових ресурсів;

- кількісні критерії, які дозволяють оцінити доцільність реалізації проекту: відповідність мети проекту на довгу перспективу цілям розвитку інвестиційного середовища; ризики та фінансові наслідки (чи ведуть вони додатково до інвестиційних видатків або зниження очікуваного обсягу виробництва, ціни чи продажу); ступінь стійкості проекту; ймовірність проектування сценарію та стану інвестиційного середовища.

- кількісні критерії (фінансово-економічні), які дозволяють вибрати з тих проектів, реалізація яких доцільна (критерії сприйняття): вартість проекту; чиста поточна вартість; прибуток; рентабельність; внутрішня норма прибутку; період окупності; чутливість прибутку до горизонту (строку) планування, до змін у діловому середовищі, до помилки в оцінці даних.

Правила прийняття інвестиційних рішень.

1. Інвестувати грошові кошти у виробництво чи цінні папери має сенс тільки якщо можна отримати чистий прибуток вище, ніж від зберігання грошей у банку.

2. Інвестувати кошти має сенс тільки якщо рентабельність інвестицій більше темпів росту інфляції.

3. Інвестувати має сенс тільки у найбільш рентабельні з урахуванням дисконтування проекти.

Таким чином, рішення про інвестування в проект приймається, якщо він задовольняє таким критеріям: прийнятна вартість проекту; мінімізація ризику інфляційних втрат; короткість строку окупності; стабільність чи концентрація надходжень; висока рентабельність як така та після дисконтування; відсутність більш вигідних альтернатив. На практиці обираються проекти не стільки більш прибуткові та найменш ризиковані, скільки ті, які краще за всі вписуються у

стратегію фірми.

Основні принципи **формування програми реальних інвестицій**:

- 1) багатокритеріальність відбору проектів;
- 2) врахування інвестиційної стратегії, можливостей галузевої та регіональної диверсифікації, можливостей залучення коштів та інших об'єктивних обмежень інвестиційної діяльності;
- 3) диференціація критеріїв відбору за видами інвестиційних проектів;
- 4) забезпечення зв'язку інвестиційної програми із загальними поточними планами підприємства, а особливо з виробничою та фінансовою програмою;
- 5) збалансованість інвестиційної програми за найважливішими параметрами (дохідність, ризики, ліквідність). При цьому співвідношення дохідності, ризику та ліквідності пов'язуються з обраною інвестиційною ідеологією (агресивна, помірна, консервативна).

Основні етапи формування програми реальних інвестицій:

- 1) вибір основного критерію, який зазвичай пов'язується з показниками ефективності (показник чистого приведенного доходу, внутрішньої ставки дохідності);
- 2) диференціація кількісних значень основного критерію за видами інвестиційних проектів;
- 3) побудова системи обмежень відбору проектів за вибраним критерієм. При цьому виділяють: а) основні обмежувальні нормативні показники: якщо головний показник ЧПД, то обмежувальний до нього є мінімальна ВВД; максимальний дисконтований період окупності; максимально допустимий рівень ризику; максимально допустимий період або мінімальний коефіцієнт ліквідності; б) додаткові обмежувальні показники: рівень готовності проекту до реалізації; інноваційний рівень проекту; можливість диверсифікації ризику; можливість поетапного самофінансування грошовими потоками;
- 4) ранжування інвестиційних проектів за основним критерієм та за системою обмежень;
- 5) формування інвестиційної програми в умовах обмеженості параметрів операційної діяльності;
- 6) формування інвестиційної програми в умовах обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів. Враховують граничну вартість інвестиційних ресурсів при збільшенні обсягу додатково залученого капіталу;
- 7) формування інвестиційної програми в умовах обмеженості інвестиційних ресурсів;
- 8) оцінка сформованої інвестиційної програми за рівнем дохідності, ризику та ліквідності. Здійснюється сукупна оцінка всієї програми:

- рівень дохідності інвестиційної програми визначають на основі загального показника ЧПД або чистого інвестиційного прибутку за всіма включеними програмами інвестиційних проектів;

- рівень ризику визначають через коефіцієнт варіації для всієї програми;

- рівень ліквідності – визначають як середньозважений коефіцієнт ліквідності інвестицій за окремими проектами (зважається на обсяг необхідних інвестиційних ресурсів).

Остаточне формування інвестиційної програми здійснюється з урахуванням усіх трьох параметрів (ЧПД, коефіцієнта варіації, середнього зваженого коефіцієнта ліквідності) та пріоритетів підприємства. Такий процес характеризується в інвестиційному менеджменті як обґрунтування “преферентивних інвестиційних рішень”. Преферентивні інвестиційні рішення – це остаточно прийняті, обґрунтовані за всіма параметрами та з урахуванням інвестиційної стратегії інвестиційні рішення (інвестиційна програма).

Формування програми реальних інвестицій підприємств вимагає певних підходів до управління цим процесом. Передумовою формування такої програми є вибір інвестиційних проектів. Незважаючи на те, що ми не маємо національних стандартів щодо повномасштабного обґрунтування інвестиційних проектів, на сьогодні склалися більш менш загальні підходи стосовно структури інвестиційних проектів, яка загалом вписується в рекомендації ЮНІДО, що визнаються як міжнародний стандарт.

Загально прийнятними є також базові принципи та основні методичні підходи, які використовуються в сучасній практиці оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів. Але є ряд невизначеностей та різних тлумачень стосовно специфіки здійснення розрахунків, зокрема, яким чином розраховувати чисті грошові потоки, якою має бути структура інвестиційних витрат, як диференціювати та обґрунтовувати дисконтну ставку, в яких випадках для приведення грошових потоків використовувати дисконтування, а в яких – компаундування та ін.

Іншою проблемою є визначення ризику, яка ускладнюється відносно великою тривалістю життєвого циклу реальних інвестиційних проектів, різноманітною видовою структурою ризиків на різних стадіях здійснення проекту, значним рівнем зв'язку з комерційним ризиком та ін.

Але найбільш проблемним є остаточний відбір проектів у інвестиційну програму підприємства. Немає практично методичного підходу, який би дозволив узгодити формування інвестиційної програми із загально-стратегічними параметрами підприємства. Очевидним є те, що загальна стратегія вимагає ранжування цілей інвестиційної діяльності, наступним етапом

є розроблення критеріального набору (головні критерії, обмеження) та приведення його у відповідність до стратегічних цілей підприємства.

Процес забезпечення інвестиційної програми фінансовими ресурсами є ще більш складним, але з практичної точки зору. Методичні підходи тут є більш менш визначеними (пріоритети за власними коштами, далі йде залучення та запозичення), хоча на практиці підприємства переважно не мають достатньої кількості власних коштів. Враховуючи, як правило, низьку інвестиційну привабливість більшості підприємств, залучення та запозичення для них є мало реальним. Крім того забезпечення інвестиційної програми фінансовими ресурсами часто виливається в її незбалансованість за критерієм “дохідність – ліквідність – ризик”.

Проблематичною є і синхронізація параметрів інвестиційної програми з виробничою програмою підприємства, що є невід’ємним саме для реального інвестування.

Очевидно найбільш методично складним є вирішення проблеми “синергізмів” при об’єднанні інвестиційних проектів в єдину інвестиційну програму підприємства. Адже загальновідомо, що реальне інвестування здійснюється як по незалежних, так і по взаємопов’язаних і взаємовиключних інвестиційних проектах. У першу чергу тут потрібна диференціація критеріїв відбору по таких проектах. Оскільки інвестиційні проекти в більшості випадків відбираються за різними критеріями та обмеженнями, то це вже призводить до певних проблем у їх відборі та порівнянні. Але якщо навіть за взаємопов’язаними інвестиційними проектами задіяти єдину систему критеріїв та обмежень, то це не вирішить питання щодо визначення сили взаємних впливів за такими проектами. Потрібен детальний аналіз результативності кожного проекту, знаходження точок дотику між взаємопов’язаними проектами та сили взаємовпливу. Тут потрібна оригінальна система оціночних підходів, які пов’яжуть критеріальні та обмежувальні показники з показниками діяльності підприємства, що відбивають основні стратегічні цілі, а також з показниками дохідності, ліквідності та ризику.

8.2. Проектні ризики та методи управління ними

Існує два підходи до визначення ризику: у термінах втрат і збитків; у термінах непевності. У термінах втрат ризик визначається як імовірність того, що збитки перевищать певне значення. Існує також визначення ризику як математичного очікування втрат чи збитків. В інвестиційному менеджменті

найчастіше під ризиком розуміють міру непевності в одержанні очікуваних доходів від заданих інвестицій.

З огляду на причини виникнення, проектні ризики поділяються на такі види: ризик, пов'язаний з нестабільністю законодавства, умов інвестування та використання прибутку; зовнішньоекономічний ризик (можливість запровадження обмежень на торгівлю й поставки, закриття кордонів та ін.); ризик несприятливих політичних змін у країні чи регіоні; ризик неповноти й неточності інформації проекту; ризик мінливості ринкової кон'юнктури; ризик природних катаклізмів; виробничо-технологічний ризик (аварії, вихід з ладу устаткування, виробничий брак та ін.); ризик непередбачуваності дій учасників проекту.

Проектні ризики бувають зовнішні та внутрішні. Зовнішні ризики поділяються на непередбачувані і передбачувані. Зовнішні непередбачувані ризики врахувати практично неможливо. Зовнішні ж передбачувані ризики при аналізі проекту можна врахувати. До таких ризиків відносяться:

- ринковий ризик через погіршення можливостей одержання сировини, підвищення на неї цін, зміну вимог споживачів продукції, посилення конкуренції та ін.;

- операційний ризик, пов'язаний з відступом від цілей проекту й неможливістю підтримання управління проектом;

- ризик шкідливого екологічного впливу; ризик негативних соціальних наслідків; ризик зміни валютних курсів; ризик непрогнозованої інфляції; ризик податкового тиску.

Внутрішні ризики поділяються на планово-фінансові (пов'язані зі зривом планів робіт і перевитратою коштів), технічні (пов'язані з зміною технології, погіршенням якості продукції, помилками в проектно-технічній документації).

Аналіз проектних ризиків передбачає вирішення таких завдань: виявлення ризиків проекту; оцінка ризику проекту; визначення чинників, що впливають на ризик; пошук шляхів скорочення ризику; врахування ризику при оцінці доцільності реалізації проекту; врахування ризику при оцінці доцільності реалізації способу фінансування проекту.

При аналізі ризиків важливо виділити групу ризиків, які можуть бути застраховані. До ризиків, які надаються до страхування, належать:

- прями майнові збитки, пов'язані з перевезеннями, роботою обладнання, поставкою матеріалів;

- непрямі збитки, спричинені демонтажем і переміщенням пошкодженого майна, повторним встановленням обладнання, неодержанням орендної плати;

- ризики, що підлягають обов'язковому страхуванню (від нещасних випадків на виробництві, від захворювань, від пошкодження майна, від викрадення транспортних засобів).

При цьому складається вичерпний перелік факторів ризику з визначенням пріоритетів та питомої ваги. На практиці використовується кількісний підхід до оцінки ризиків, аналіз чутливості, аналіз сценаріїв, імітаційний метод Монте-Карло та ін.

Оцінка ризиків (основні етапи):

1) виявлення та ідентифікація окремих видів ризику за реальними інвестиційними проектами – здійснюється в такому порядку: зовнішні (систематичні) види ризику; внутрішні (несистематичні або специфічні) ризики; загальний портфель ризиків;

2) оцінка інформаційної бази (широти та достовірності) для визначення рівня ризиків;

3) вибір та використання відповідних методів оцінки (для окремих ризиків та загального рівня ризику) в залежності від інформаційної бази;

4) визначення розміру можливих фінансових втрат за видами ризику;

5) оцінка загального рівня проектного ризику;

6) співставлення рівня ризику з фінансовими можливостями підприємства та з рівнем дохідності проекту;

7) ранжування проектів за рівнем ризику.

При розрахунку рівня ризику основним показником є коефіцієнт варіації. В інвестиційній практиці використовують наступні критерії загального рівня ризику за значеннями коефіцієнта варіації:

- до 10 % – низький рівень проектного ризику;

- від 11 до 25 % – середній рівень проектного ризику;

- від 25 % – високий рівень проектного ризику.

При цьому слід враховувати за яким показником ефективності розраховувався коефіцієнт варіації (втрата чистого приведенного доходу, чистого грошового потоку, чистого прибутку та ін.).

Для ефективного управління ризиками застосовуються методи диверсифікації, страхування та хеджування.

Під *диверсифікацією* розуміється інвестування фінансових ресурсів у більш ніж один вид активів, тобто процес розподілу інвестицій між різними об'єктами вкладення, які безпосередньо між собою не пов'язані. Диверсифікація передбачає два основні способи управління ризиками: активний і пасивний. Активне управління передбачає прогнозування розміру можливих доходів від реалізації кількох інвестиційних проектів. Пасивне управління – створення

незмінного ринку із заздалегідь визначеним рівнем ризику і стабільне утримування своїх позицій на ринку.

Страховання ризиків – це передача певних ризиків страховій компанії. Застосовуються три основні способи страхування: майнове, страхування від нещасних випадків і страхування втрати прибутку. Майнове страхування може мати такі форми: страхування ризику підрядного будівництва, страхування вантажів, страхування обладнання. Страхування від нещасних випадків включає страхування загальної громадянської та професійної відповідальності. Страхування загальної громадянської відповідальності є формою страхування від нещасних випадків з метою захисту учасників проекту від тілесних ушкоджень, особистих збитків чи пошкодження майна. Страхування професійної відповідальності здійснюється лише в тому разі, коли організація відповідає за підготовку проекту, управління проектом або надання інших професійних послуг по проекту.

Хеджування – це процес страхування ризику від можливих збитків шляхом переносу ризику зміни ціни з однієї особи на іншу. Хеджування здійснюється через укладення контракту, який призначений для страхування ризиків зміни цін – хеджа – між стороною, що страхує ризик (хеджером), та стороною, що перебирає ризик на себе (спекулянт). Предметом контракту можуть бути різні активи – товари, валюта, акції, облігації та ін. Хеджування може здійснюватися на підвищення або зниження цін. Хеджер прагне знизити ризик, спричинений невизначеністю цін на ринку, продаючи форвардні, ф'ючерсні чи опційні контракти. Це дає змогу спрогнозувати доходи чи витрати, хоча ризик не зникає. Його бере на себе спекулянт, який іде на одержання прибутку, граючи на різниці цін.

8.3. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів

Ефективність проекту характеризується системою показників, які виражають співвідношення вигод і витрат проекту з погляду його учасників.

Виділяють такі показники ефективності проекту: комерційної ефективності, які враховують фінансові наслідки реалізації проекту для його безпосередніх учасників; економічної ефективності, які враховують загальногосподарські витрати і вигоди проекту, включаючи оцінку екологічних і соціальних наслідків; бюджетної ефективності, які відображають фінансові наслідки від реалізації проекту для державного і місцевого бюджетів.

Оцінка ефективності інвестиційних проектів включає два основних аспекти – фінансовий і економічний. Міжнародна практика поділяє завдання і

методи фінансової та економічної оцінок. Обидва зазначених підходи доповнюють один одного.

Використання критеріїв ефективності інвестиційних проектів допомагає аналітикові прийняти, схвалити або змінити проект. Вибір конкретного критерію для висновку про ефективність проекту залежить від певних чинників – наявності ринкової перспективи, існування обмежень на ресурси для фінансування проекту, коливань грошових потоків та можливості одержання прибутку.

Одним з найвідоміших і найуживаніших критеріїв – є чиста теперішня вартість NPV (Net Present Value), що є дисконтованою цінністю проекту (поточна вартість доходів або вигод від зроблених інвестицій). ЧТВ дорівнює різниці між майбутньою вартістю потоку очікуваних вигод і поточною вартістю нинішніх і наступних витрат проекту протягом усього його циклу. Для розрахунку ЧТВ проекту необхідно визначити ставку дисконту, використати її для дисконтування потоків витрат та вигод і підсумувати дисконтовані вигоди й витрати (витрати зі знаком менше). Ставка дисконту звичайно є ціною капіталу для фірми. Якщо ЧТВ позитивна, то проект можна рекомендувати для фінансування. Якщо ЧТВ дорівнює нулю, то надходжень від проекту вистачить лише для відновлення вкладеного капіталу. Якщо ЧТВ менша нуля – проект не приймається. Розрахунок ЧТВ робиться за такими формулами:

$$ЧТВ = \sum_{t=1}^n \frac{B_t}{(1+i)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i)^t}, \quad (8.1)$$

де B_t – вигоди проекту в рік t ;

C_t – витрати на проект у рік t ;

i – ставка дисконту;

n – тривалість (строк життя) проекту.

Основна перевага ЧТВ полягає в тому, що всі розрахунки проводяться на основі грошових потоків, а не чистих доходів. Окрім того, ефективність головного проекту можна оцінити шляхом підсумування ЧТВ його окремих підпроектів. Це дуже важлива властивість, яка дає змогу використовувати ЧТВ як основний критерій при аналізі інвестиційного проекту. Основна вада ЧТВ полягає в тому, що її розрахунок вимагає детального прогнозу грошових потоків на строк життя проекту. Часто робиться припущення про постійність ставки дисконту.

Внутрішня норма рентабельності IRR (Internal Rate of Return) проекту дорівнює ставці дисконту, при якій сумарні дисконтовані вигоди дорівнюють сумарним дисконтованим витратам, тобто **IRR** є ставкою дисконту, при якій

NPV проекту дорівнює нулю. *IRR* дорівнює максимальному проценту за позиками, який можна платити за використання необхідних ресурсів, залишаючись при цьому на беззбитковому рівні. Розрахунок *IRR* проводиться методом послідовних наближень величини *NPV* до нуля при різних ставках дисконту за формулою:

$$\Sigma(B_t - C_t) / (1 + i)^t = 0. \quad (8.2)$$

На практиці *IRR* визначають так:

$$IRR = A + a(B - A) / (a - b), \quad (8.3)$$

де *A* – величина ставки дисконту, при якій *NPV* позитивна;

B – величина ставки дисконту, при якій *NPV* негативна;

a – величина позитивної *NPV*, при величині ставки дисконту *A*;

b – величина негативної *NPV*, при величині ставки дисконту *B*.

Якщо значення *IRR* проекту для приватних інвесторів більше за існуючу ставку рефінансування банків, а для держави – за нормативну ставку і більше за *IRR* альтернативних проектів з урахуванням ступеня ризику, то проект може бути рекомендований для фінансування. Застосування *IRR* неможливе для вибору альтернативних проектів різного масштабу, тривалості та неоднакових часових проміжків.

Коефіцієнт вигод/витрат BCR – це відношення дисконтованих вигод до дисконтованих витрат (повинно бути більше одиниці):

$$BCR = \Sigma B_t / (1 + i)^t / \Sigma C_t / (1 + i)^t. \quad (8.4)$$

BCR може давати неправильні результати при виборі взаємовиключних проектів, не показує фактичну величину чистих вигод. Перевага критерію – в можливості швидкого з'ясування його значення для оцінки впливу на результати проекту ризиків.

Індекс прибутковості PI (Profitability Index), – це відношення суми приведених ефектів до величини інвестицій:

$$PI = (\Sigma(B_t - C_t) / (1 + i)^t) / K. \quad (8.5)$$

PI тісно пов'язаний з *NPV*. Якщо *NPV* позитивна, то й *PI* більше одиниці і навпаки. Якщо *PI* більше одиниці, то проект ефективний, якщо *PI* менше одиниці, то проект неефективний.

Період (термін) окупності проекту (РВР) використовується переважно в промисловості. Він вказує кількість років, потрібних для відшкодування капітальних витрат проекту з чистих сумарних доходів проекту. Критерій прямо пов'язаний з відшкодуванням капітальних витрат у найкоротший період часу і не сприяє проектам, які дають великі вигоди лише згодом. Він не може слугувати за міру прибутковості, оскільки грошові потоки після строку окупності не враховуються. Розрахунок РВР робиться за формулою:

$$PBP = \Sigma I / (\Sigma (B_t - C_t) / (1 + i)^t)_{cp}, \quad (8.6)$$

де I – інвестиційні витрати проекту,

B_t – поточні вигоди проекту в рік t ,

C_t – поточні витрати на проект у рік t ,

i – ставка дисконту,

n – тривалість життя проекту.

При розрахунку показника у знаменнику – середньорічна величина грошового потоку.

Правила використання критеріїв. Якщо існують загальні бюджетні обмеження та вигоди і витрати змінюють знак не більше одного разу, то для ранжування проектів використовують коефіцієнт вигод/витрат або внутрішню норму рентабельності. Якщо немає ні бюджетних обмежень, ні обмежень на доступність грошей, тоді при нестабільності знака потоку використовують тільки чисту теперішню вартість, при стабільності – NPV та IRR. Для відбору взаємовиключних проектів застосовується NPV. При високому ступені непевності використовується строк окупності. У разі труднощів з вираженням вигод у грошовій формі розглядаються або постійні витрати для більшості комплектуючих продуктів, або найменші витрати для менш складних продуктів.

Розрахунок точки беззбитковості зводиться до визначення мінімального обсягу реалізації продукції, за якого підприємство може забезпечити беззбиткову операційну діяльність у короткостроковому періоді. Точка беззбитковості характеризує такий обсяг виробництва й реалізації продукції, якому відповідає нульовий прибуток підприємства – виручка від реалізації продукції дорівнює валовим витратам на її виробництво та реалізацію. На практиці точку беззбитковості, як правило, знаходять, обчислюючи в ній виручку від реалізації або кількості реалізованої продукції. З цією метою застосовують такі формули:

$$B = \frac{F}{1 - \frac{v}{p}} \qquad O = \frac{F}{p - v}, \qquad (8.7)$$

де B – виручка від реалізації в точці беззбитковості, грн.;

O – обсяг реалізованої продукції в цій точці, шт. (або інші натуральні одиниці);

F – умовно-постійні витрати на випуск товарної продукції, грн.;

p – оптова ціна одиниці продукції, грн.;

v – умовно-змінні витрати на одиницю продукції, грн.

Ще однією величиною, постійною для будь-якого обсягу (в достатніх межах) є маржинальний прибуток – різниця між ціною продажу і умовно-змінними витратами на один виріб.

8.4. Управління реалізацією реальних інвестиційних проектів

Управління реалізацією реальних інвестиційних проектів спрямоване на їх здійснення в передбачені терміни з метою забезпечення своєчасного повернення вкладених засобів у вигляді чистого грошового потоку. Зазвичай, призначається його керівник, який організовує підготовку всіх необхідних планових документів і забезпечує реалізацію основних показників планів його здійснення. За великими інвестиційними проектами, виконуваними підрядним способом (із залученням підрядника і субпідрядників), керівник проекту повинен розподілити функції управління в розрізі окремих учасників проекту. Управління реалізацією інвестиційного проекту передбачає виконання низки процедур.

1. Розробка календарного плану реалізації проекту. Цей план розробляється з урахуванням забезпечення таких основних принципів:

а) тимчасової диференціації календарного плану, що передбачає різний ступінь його деталізації в часі і за формами розробки; основні форми тимчасової диференціації календарного плану реалізації інвестиційного проекту. Річний графік реалізації інвестиційного проекту є первинним і основним документом, що відображає результати оперативного планування. За проектами, що реалізуються протягом декількох років, він охоплює тільки той обсяг робіт, який передбачається виконати в рамках планованого календарного року. За проектами, що реалізуються в рамках одного року, він характеризує послідовність виконання проекту в цілому. Використовуються два основні

методи: ситуаційного планування і критичного шляху. Квартальний і місячний плани робіт охоплюють конкретні їх обсяги в межах вказаних інтервалів;

б) функціональної диференціації календарного плану, що передбачає планування термінів виконання окремих видів робіт за окремими функціональними блоками, склад яких залежить від стадії реалізації і розміру інвестиційного проекту (план заходів щодо вибору підрядника й укладання контракту; проектно-конструкторські роботи; матеріально-технічне забезпечення; будівельно-монтажні роботи; введення в експлуатацію; освоєння проектних потужностей);

в) формування резерву календарного плану, що полягає у визначенні гранично допустимого розміру порушення термінів окремих робіт і розподілі цього резерву між учасниками проекту (замовником, підрядником, субпідрядниками). Резерв, що передбачається, повинен складати, зазвичай, не більше 10 – 12 % всього обсягу часу календарного плану;

г) планування відповідальності у розподілі ризиків, що визначає покладання відповідальності виконання і ризиків невиконання окремих етапів робіт на конкретних представників замовника або підрядника відповідно до їх функціональних обов'язків згідно контракту.

Розроблений з урахуванням цих принципів і узгоджений із сторонами календарний план (у табличній або графічній формі) розглядається і затверджується керівником відповідного центру інвестицій.

2. Розробка капітального бюджету. Капітальний бюджет реалізації інвестиційного проекту – це одна із форм оперативного плану інвестиційної діяльності підприємства, де відображені обсяги, терміни та джерела фінансування окремих видів робіт. Він складається з двох розділів: капітальні витрати, надходження коштів (інвестиційних ресурсів).

Обсяги та структура інвестиційних витрат визначаються ще на стадії обґрунтування бізнес-плану інвестиційного проекту, тому розробка розділу «Капітальні витрати» бюджету передбачає:

1) виокремлення із загального об'єму інвестиційних витрат, визначених бізнес-планом, тієї їх частки, яка належить до певного поточного періоду (якщо тривалість реалізації інвестиційного проекту перевищує один рік);

2) уточнення об'єму інвестиційних витрат поточного періоду з урахуванням коректив, внесених підрядником у технологію робіт;

8) уточнення об'єму і структури інвестиційних витрат у зв'язку із зміною індексу цін після затвердження показників бізнес-плану проекту;

4) уточнення первинного об'єму інвестиційних витрат з урахуванням резерву фінансових коштів, передбаченого в контракті з підрядником на покриття непередбачених витрат.

Розробки розділу «Надходження коштів» бюджету передбачає:

1) уточнення загального об'єму надходження засобів. Цей показник повинен кореспондувати з показником загального об'єму інвестиційних витрат згідно з першим розділом бюджету;

2) уточнення структури джерел надходження засобів;

3) забезпечення відповідності об'єму надходження засобів за окремими періодами формування прибуткової частини бюджету з об'ємом інвестиційних витрат, передбачених в окремих періодах відповідно до календарного плану здійснення робіт.

Капітальний бюджет складається на основі: календарного плану реалізації інвестиційного проекту; бюджетних заявок на виконання окремих видів робіт і придбання сировини, матеріалів, механізмів і устаткування, розроблені виконавцями окремих функціональних блоків проекту; стратегії (схеми) фінансування інвестиційного проекту; графіка потоку інвестиційних витрат, складеного на етапі розробки бізнес-плану; фінансового стану інвесторів проекту. Так само, як і календарний план, капітальний бюджет розробляється спочатку на майбутній рік за кварталами, а потім деталізується на місяці.

3. Побудову системи контролінгу реалізації інвестиційних проектів, метою якого є своєчасне виявлення інвестиційного проекту, що уповільнюють його реалізацію; аналіз причин, що викликали відхилення, розробка пропозицій щодо корегуванням з метою нормалізації і підвищення ефективності діяльності.

4. Обґрунтування та ухвалення рішень про «вихід» окремих інвестиційних проектів з інвестиційної програми підприємства.

Питання для самоконтролю

1. Назвіть і охарактеризуйте способи та методи прийняття інвестиційних рішень.

2. Назвіть принципи формування програми реальних інвестицій.

3. Назвіть і охарактеризуйте основні види проектних ризиків та методи управління ними.

4. Дайте характеристику основним критеріям оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів.

5. Охарактеризуйте основні інструменти управління реалізацією реальних інвестиційних проектів

ТЕМА 9. ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ІННОВАЦІЙНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

9.1. Економічна сутність інновацій та інноваційного процесу

9.2. Сутність та форми інноваційних інвестицій

9.3. Джерела фінансування інноваційних інвестицій

Ключові слова: інновації, інноваційний процес, об'єкти та суб'єкти інноваційної діяльності, інноваційні інвестиції, джерела фінансування інноваційних інвестицій.

9.1. Економічна сутність інновацій та інноваційного процесу

Основною формою реальних інвестицій є інноваційні інвестиції, які реалізуються в процесі інноваційної діяльності підприємства. Згідно закону України «Про інноваційну діяльність» інновації – це новостворені (застосовані) і (або) удосконалені 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.

Згідно класифікації І. Шумпетера в його роботі «Теорія економічного розвитку» є п'ять основних варіантів інновацій:

- 1) введення нового товару (товару, з яким не знайомий споживач, або товару нового виду);
- 2) впровадження нового методу виробництва продукції (раніше не використовувався в даній галузі промисловості);
- 3) відкриття нового ринку, на якому дана галузь промисловості даної країни не була представлена;
- 4) завоювання нового джерела сировини та напівфабрикатів;
- 5) впровадження нової організаційної структури в будь-якій галузі.

1. Інновації можна також розглядати і як вкладення інвестиційного капіталу в нововведення, які приводять до кількісних або якісних змін в підприємницькій діяльності. Інноваціям передують науково-виробнича діяльність, пов'язана з появою нововведення.

Підготовка, обґрунтування, освоєння й контроль за впровадженням нововведення є інноваційною діяльністю.

Інноваційна діяльність – це діяльність, що спрямована на використання й комерціалізацію результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює

випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів та послуг. Вона включає:

- випуск та розповсюдження нових видів техніки та технологій,
- прогресивні міжгалузеві структурні зрушення;
- реалізацію довгострокових науково-технічних програм із тривалими термінами окупності витрат;
- фінансування фундаментальних досліджень для здійснення якісних змін у виробничих силах країни,
- розробку та впровадження нових ресурсозберігаючих, технологій, спрямованих на покращення соціального стану населення, екологічної ситуації.

Інноваційна діяльність складається з інноваційного процесу, який охоплює весь комплекс відносин виробництва та споживання та представляє собою період від зародження ідеї до її конкретної реалізації (тобто, фундаментальні дослідження, прикладні дослідження, розробка і проектування, освоєння, промислове виробництво, маркетинг, збут).

Розрізняють три форми інноваційного процесу:

- простий внутрішньоорганізаційний (натуральний), що забезпечує створення й використання нововведення у межах однієї організації;
- простий між організаційний (товарний), що передбачає відокремлення функцій створення й виробництва нововведення від функції його споживання. Це означає, що воно стає предметом купівлі-продажу;
- розширений, який знаходить свій вираз у появі нових виробників нововведення, у порушенні монополії виробника-початківця, що сприяє через взаємну конкуренцію удосконаленню споживчих якостей товару.

Об'єкти та суб'єкти інноваційної діяльності та їх функції.

Найчастіше об'єкти інноваційної діяльності виступають у формі інноваційного проекту – це комплекс документів, що визначає процедуру і комплекс усіх необхідних заходів (у тому числі інвестиційних) щодо створення й реалізації інноваційного продукту або інноваційної продукції. Інноваційним визнається проект, яким передбачаються розробка, виробництво й реалізація інноваційного продукту (продукції). Державна підтримка інноваційного проекту надається за умови його державної реєстрації.

Об'єктом інноваційної діяльності може бути й інноваційна продукція – нові конкурентоздатні товари чи послуги. Інноваційною вона може бути визнана, якщо відповідає таким вимогам:

- 1) вона є результатом виконання інноваційного проекту;
- 2) така продукція виробляється (буде вироблена) в Україні вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншою аналогічною продукцією, представленою на ринку, є конкурентоздатною і має суттєво вищі техніко-економічні показники.

Формою інноваційних інвестицій є інтелектуальні інвестиції, які здійснюються в таких видах:

- придбання виключних прав користування (патенти, ліцензії, промислові зразки, товарні знаки);
- придбання інформаційних послуг, наймання спеціалістів за контрактом або разове придбання консультацій, експертиз, рекомендацій;
- придбання інтелектуальної продукції у матеріальній формі (проектної документації, методик, програм, ноу-хау) у вигляді друкованої продукції, програмного забезпечення, аудіо чи відео запису;
- вкладання в людський капітал – витрати на освіту, підготовку, перепідготовку, навчання, охорону здоров'я.

Відповідно до видів інтелектуальної власності розрізняють такі об'єкти інтелектуальних інвестицій:

- винахід – технологічне (технічне) рішення, що відповідає умовам патентоздатності (новизні, винахідницькому рівню і промисловій придатності). Право власності на винахід закріплюється патентом на 20 років;
- корисна модель – нове і промислово придатне конструктивне виконання пристрою, яке закріплюється патентом на 5 років із можливим продовженням ще на 3 роки;
- промисловий зразок – результат творчої діяльності людини в галузі художнього конструювання, який визначає зовнішній вигляд промислового виробу і призначений для задоволення естетичних та ергономічних потреб. Патенти на промислові зразки видаються терміном на 10 років із можливим продовженням строку ще на 5 років;
- знак для товарів і послуг – позначення, за яким товари та послуги одних осіб відрізняються від однорідних товарів і послуг інших осіб. Це словесні, зображувальні, об'ємні та інші позначення або їх комбінації, виконані у будь-якому кольорі (кольорах). Право власності на знаки закріплюється патентом на 10 років із можливим подовженням кожні 10 років.

Об'єктами інтелектуальної власності можуть бути також наукові теорії, математичні методи, плани, правила, програми для обчислювальних машин, художні вироби та ін..

Суб'єктами інноваційної діяльності можуть бути фізичні і юридичні особи України, іноземних держав, особи без громадянства, об'єднання цих осіб, які провадять в Україні інноваційну діяльність і (або) залучають майнові та інтелектуальні цінності, вкладають власні чи запозичені кошти в реалізацію в Україні інноваційних проектів.

За характером діяльності та змістом інноваційної діяльності усі суб'єкти поділяють на три групи.

1) державні органи управління інноваційною діяльністю (Верховна Рада України, Кабінет Міністрів України, Центральні органи виконавчої влади, органи місцевого самоврядування);

2) інноваційні підприємства (інноваційні центри, технопарки, технополіси, інноваційні інкубатори);

3) фінансово-кредитні інноваційні установи (державна інноваційна фінансово-кредитна установа, венчурні компанії, інноваційні банки, інноваційні фонди).

9.2. Сутність та форми інноваційних інвестицій

У найбільш загальному вигляді поняття інноваційної діяльності можна охарактеризувати як процес нового прикладення наукових, технічних і технологічних знань в цілях досягнення комерційного успіху. Ефективність цього процесу в значній мірі визначається об'ємом і видами інноваційних інвестицій підприємства. Інноваційні інвестиції здійснюються в двох основних формах:

1) шляхом **придбання готової науково-технічної продукції**. Інноваційні інвестиції в формі придбання готової науково-технічної продукції мають такі види: придбання патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки; придбання “ноу-хау”. Воно представляє собою сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, виробничого досвіду, необхідних для організації тої чи іншої виробничої діяльності, але не запатентованих. Придбання патентів і “ноу-хау” здійснюється на основі ліцензійних угод.

2) шляхом **розробки нової науково-технічної продукції**. Інноваційні інвестиції у формі розробки нової науково-технічної продукції мають наступні види: розробка нової науково-технічної продукції в рамках самого підприємства. У цьому випадку фінансові засоби інвестуються у відповідний об'єкт інновацій (нематеріальних активів), що створюється на даному підприємстві з можливою участю третіх осіб; розробка нової науково-технічної продукції сторонніми організаціями на замовлення підприємства. У найбільш узагальненому вигляді цей напрям носить назву інжиніринг. Він представляє собою комплекс робіт із проведення науково-дослідних і конструкторських робіт з ціллю розробки рекомендацій із вдосконалення організації виробництва і управління, техніки і технології, форм реалізації готової продукції і надання послуг.

Результати розробки нової науково-технічної продукції як при першій, так і при другій формі цього виду інноваційних інвестицій оформляються звітами про науково-дослідну роботу, комплектами технологічної і конструкторської документації, методичними рекомендаціями, описами комп'ютерних програм.

Процес управління інноваційними інвестиціями передбачає такі етапи.

1. Формування загальної потреби в інноваційних інвестиціях в плановому періоді. При цьому вивчається необхідності використання окремих їх видів відповідно до вибраної інноваційної стратегії підприємства.

Розрізняють чотири типи інноваційної стратегії підприємства, які визначають обсяг і види інноваційних інвестицій:

«Все нове – сам». Цей тип інноваційної стратегії обирають підприємства, які самі розробляють і першими впроваджують інновації.

«Швидкий другий». Суть цього типу інноваційної стратегії заключається в тому, що підприємство, не претендуючи на самостійну розробку або пріоритет у впровадженні інновацій, уважно спостерігає за інноваційною діяльністю своїх конкурентів і швидко підхоплює та реалізує здійснені ними інновації, адаптуючи до специфіки своєї діяльності.

«Відставання з мінімальними витратами». Ця інноваційна стратегія заключається в тому, що підприємство свідомо не розробляє власними силами нової науково-технічної продукції, а чекає її появи на ринку. Однак у випадку успіху інноваційної діяльності якогось ризикового підприємства, старається використати основні види цієї продукції і технології в своїй діяльності. На відміну від стратегії другого типу, де основним принципом є швидкість впровадження інновації, що з'явилась, цей тип стратегії базується на принципі впровадження інновації з найменшою сумою інвестованого капіталу.

«Заповнення прогалін». В основі цього типу інноваційної стратегії лежить реалізація не кардинальних інновацій, що вимагають суттєвої перебудови виробничо-технологічного або господарського процесу, а окремих їх елементів, що не вимагають ні значних інвестицій, ні швидкої їх реалізації. Цей тип інноваційної стратегії є найменш ефективним, але самим дешевим.

На практиці рідко зустрічаються випадки, коли підприємство протягом тривалого періоду незмінно притримується однієї інноваційної стратегії. Зміна стадії життєвого циклу підприємства або кон'юнктури ринку можуть призвести до зміни інноваційної стратегії або їх диверсифікації за окремими напрямками діяльності або видами продукції.

2. Вибір і оцінка вартості об'єктів інноваційних інвестицій здійснюється у два етапи. На першому етапі в розрізі видів інноваційних інвестицій, передбачених вибраною стратегією, вивчається пропозиція і формуються

конкретні об'єкти інвестування, що вимагають фінансування в плановому періоді. На другому етапі проводиться оцінка вартості окремих об'єктів інноваційного інвестування: по науково-технічній продукції, ринкова вартість якої визначена і зафіксована продавцем, оцінка здійснюється на основі цін пропозиції; по науково-технічній продукції, яка купується і не має аналогів, оцінка здійснюється на основі договірних цін, що формуються за згодою сторін з урахуванням корисного ефекту від її використання; за науково-технічною продукцією, що розробляється підприємством самостійно, оцінка здійснюється відповідно до обсягу бюджету на її розробку.

3. Планування потреби в інвестиційних ресурсах за етапами здійснення інноваційної діяльності базується на оцінці вартості об'єктів інвестицій і життєвому циклі інновацій.

Життєвий цикл інновацій – це період часу з моменту зародження інноваційного рішення до його заміни іншою інновацією. Він охоплює такі стадії:

- розробка інноваційного рішення,
- первинне впровадження в сферу експлуатації,
- розширене впровадження інновацій,
- удосконалення інновації,
- припинення інновації.

При плануванні потреби в інвестиційних ресурсах з урахуванням окремих стадій життєвого циклу інновацій слід мати на увазі, що інноваційні інвестиції на ризикових підприємствах найбільш активно здійснюються на першій і другій стадіях (на цих стадіях ними витрачається до 90 % передбачених оцінкою інвестиційних ресурсів). Невеликий обсяг інвестиційних ресурсів (до 10 %) може бути потрібним на четвертій стадії. Третя і п'ята стадії життєвого циклу інновацій на таких підприємствах не плануються і відповідно не інвестуються.

На інших підприємствах основний обсяг інноваційного інвестування (до 80 % загального розміру інвестиційних ресурсів) здійснюється на третій стадії життєвого циклу інновацій і лише незначний (до 20 %) на четвертій стадії. Перша, друга і п'ята стадії життєвого циклу інновацій на таких підприємствах інвестиційних ресурсів не потребують.

В процесі планування потреби в інвестиційних ресурсах необхідно також враховувати, що їх обсяг пов'язаний з окремими етапами придбання (розробки) науково-технічної продукції.

4. Визначення ефективності інноваційних інвестицій базується на використанні тих самих показників, що і реальних інвестицій, в основі яких співставлення показників витрат інвестиційних ресурсів і очікуваного чистого грошового потоку, приведених до теперішньої вартості. Прибуток від

впровадження інновацій розраховується методом прямого рахунку або методом різниць (різниця між сумою прибутку після і до впровадження інновацій).

Кінцеві показники оцінки ефективності інноваційних інвестицій порівнюються з аналогічними показниками реальних і фінансових інвестицій. За результатами такого порівняння інвестиційні ресурси можуть бути перерозподілені між цими видами інвестицій для більш ефективної реалізації цілей інвестиційної діяльності підприємства.

9.3. Джерела фінансування інноваційних інвестицій

Основними джерелами фінансування інноваційної діяльності є:

- кошти Державного бюджету України;
- кошти місцевих бюджетів;
- власні кошти спеціалізованих державних і комунальних інноваційних фінансово-кредитних установ;
- власні чи запозичені кошти суб'єктів інноваційної діяльності;
- кошти (інвестиції) будь-яких фізичних і юридичних осіб;
- інші джерела, не заборонені законодавством України.

В умовах постійного скорочення бюджетного фінансування інноваційних заходів за рахунок державних коштів фінансуються сьогодні переважно фундаментальні та довгострокові прикладні дослідження, що мають загальнонаціональне значення, а також міждержавні, загальнодержавні науково-технічні програми та проекти. Крім того, держава створює умови для фінансування НДР, ДКР із різних джерел. У галузі прикладних досліджень і розробок головним має стати контрактний метод фінансування на базі проектної (програмно-цільової) організації.

Активну участь у фінансовому забезпеченні інноваційного розвитку економіки відіграють державні установи. Наприклад, для здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності Кабінет Міністрів України за поданням спеціально уповноваженого центрального органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності створює спеціалізовані державні небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи.

Державна інноваційна фінансово-кредитна установа підпорядковується спеціально уповноваженому центральному органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності і діє на основі Положення (Статуту), що затверджується Кабінетом Міністрів України, її кошти формуються за рахунок коштів Державного бюджету України, визначених законом про Державний бюджет України на відповідний рік, залучених згідно з чинним законодавством

вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, від власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України.

Державна інноваційна фінансово-кредитна установа може надавати суб'єктам інноваційної діяльності для реалізації ними інноваційних проектів фінансову підтримку у вигляді:

а) повного безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) пріоритетних інноваційних проектів за рахунок коштів бюджетів;

б) часткового (до 50 %) безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) інноваційних проектів за рахунок коштів бюджетів за умови залучення до фінансування проекту решти необхідних коштів виконавця проекту і (або) інших суб'єктів інноваційної діяльності;

в) повної чи часткової компенсації (за рахунок коштів бюджетів) відсотків, сплачуваних суб'єктами інноваційної діяльності комерційним банкам та іншим фінансово-кредитним установам за кредитування інноваційних проектів;

г) надання державних гарантій комерційним банкам, що здійснюють кредитування пріоритетних інноваційних проектів;

д) майнового страхування реалізації інноваційних проектів у страховиків.

Для отримання фінансової підтримки суб'єкти інноваційної діяльності, інноваційні проекти яких занесені до Державного реєстру інноваційних проектів, подають до Державної інноваційної фінансово-кредитної установи (її регіональних відділень) інноваційні проекти та всі необхідні документи, перелік яких визначається нею. Державна інноваційна фінансово-кредитна установа організовує на конкурсних засадах у порядку, що визначається спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності, відбір інноваційних проектів для їх фінансової підтримки. Конкурсні відбори інноваційних проектів здійснюються на засадах прозорості, відкритості, гласності.

Суб'єкт інноваційної діяльності, інноваційний проект якого пройшов конкурсний відбір, залежно від встановленого конкурсною процедурою рейтингу може отримати від Державної інноваційної фінансово-кредитної установи один чи кілька видів фінансової підтримки.

Фінансова підтримка Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг здійснюється за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки та ін. Ця установа здійснює супроводження реалізації інноваційних

проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів.

Для здійснення фінансової підтримки місцевих інноваційних програм органи місцевого самоврядування можуть створювати комунальні спеціалізовані небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи і підпорядковувати їх виконавчим органам місцевого самоврядування. Ці установи діють на основі положень (статутів) про них, що розробляються й затверджуються органами місцевого самоврядування.

Кошти комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи формуються за рахунок коштів відповідного місцевого бюджету, залучених вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів. Фінансова підтримка реалізації інноваційних проектів може надаватися комунальною інноваційною фінансово-кредитною установою у формі послідовних траншів за результатами контролю ходу виконання проектів.

Велику роль у фінансуванні інноваційної діяльності відіграють позичкові кошти, до яких відносять: кредити банків; позикові кошти від розміщення облігацій інноваційного підприємства; податковий кредит; комерційний кредит; лізинг.

Активну участь у фінансуванні інноваційного процесу в Україні відіграють банки, кредитна політика яких направлена, в першу чергу, на банківське обслуговування інноваційної діяльності підприємств.

Однією з форм фінансування інноваційної діяльності підприємств є податковий інвестиційний кредит, який визначається як: відстрочка сплати податку на прибуток, що надається суб'єкту підприємницької діяльності на визначений строк з метою збільшення його фінансових ресурсів для здійснення інноваційних програм з наступною компенсацією відстрочених сум у вигляді додаткових надходжень податку через загальне зростання прибутку, що буде отриманий згідно з чинним законодавством внаслідок реалізації інноваційних програм.

Економічну основу податкового інвестиційного кредиту становлять кошти, які підприємство сплачує у вигляді податку на прибуток. Тому він багато в чому подібний, до такої форми фінансової підтримки підприємства як

пільгове оподаткування прибутку. Інвестиційний податковий кредит має цільове призначення. Його надають переважно під інноваційні програми, які забезпечують реалізацію таких науково-технічних пріоритетів, як:

- науково-технічне оновлення виробництва та підвищення його техніко-економічних показників і забезпечення конкурентоспроможності на світовому ринку;

- прискорення розвитку наукомістких та високотехнологічних галузей і виробництв, здатних кардинально змінити економічний та науково-технічний потенціал України;

- розширення виробництва в найбільш пріоритетних і ефективних для національної економіки секторах ринку.

Введення інвестиційного податкового кредиту має певні переваги порівняно з іншими формами кредиту. Так, при звичайному банківському кредитуванні використовуються вільні кредитні ресурси, яких, як відомо, хронічно не вистачає. Крім того, банківський кредит надається на умовах сплати досить значних відсотків, що робить інноваційні інвестиції, за рахунок такого кредиту для підприємства економічно обтяжливими.

Визначальними умовами надання інвестиційного податкового кредиту є:

- стає фінансове становище підприємства-позичальника, тобто систематичне отримання ним прибутку, із якого нараховується податок;

- переважно (не менше як 50 %) інвестиційна спрямованість у використанні власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійних лих, грошові накопичення громадян, юридичних осіб та ін.);

- наявність економічно обґрунтованого інноваційного проекту (бізнес-плану), який забезпечує після його реалізації підвищення ефективності виробництва, зростання загального обсягу отриманого підприємством прибутку та, відповідно, сум податку на прибуток як джерела компенсації інвестиційного податкового кредиту;

- термін окупності запозичених через інвестиційний податковий кредит коштів, тобто їх повернення до бюджету у вигляді додаткових надходжень податку на прибуток, не повинен перевищувати певну кількість, наприклад, п'яти років після реалізації інноваційного проекту.

Дотримання цих умов знижує ризик кредитору, у даному випадку держави, щодо ефективності використання інвестиційних ресурсів.

Отримання інвестиційного податкового кредиту здійснюється на підставі кредитного договору між галузевим міністерством (відомством) і підприємством-позичальником. Йому повинна передувати всебічна експертиза ефективності інноваційної програми (бізнес-плану) та наявності умов, які б

підтверджували реальні можливості підприємства щодо успішної реалізації цієї програми.

Одним із способів оновлення основних фондів підприємства, що найбільш динамічно розвивається є лізинг. Він дає змогу орендарові гнучко вирішувати свої виробничі завдання через тимчасове використання, а не придбання особливо дорогої, із більшим ризиком морального старіння, техніки. Розвиток лізингу є одним із найпрогресивніших методів матеріально-технічного забезпечення виробництва. Він відкриває доступ до найпередовішої техніки і дає можливість розв'язати протиріччя між необхідністю використання такої техніки і швидким її моральним старінням, отже створюються умови як для одержання прогресивної техніки й технологій, її успішного освоєння й підтримки на високому технічному рівні, так і для забезпечення збуту підприємствам-виробникам цієї техніки.

Одним із нових та перспективних методів фінансування інноваційної діяльності є венчурне фінансування. Таке фінансування може здійснюватися на усіх стадіях життєвого циклу виробництва продукту. Розрізняють три види венчурного фінансування, які пов'язано з найважливішими стадіями життєвого циклу продукту: фінансування інкубаційного періоду – етап, на якому проводиться експрес аналіз інноваційних пропозицій та здійснюються роботи зі створення бізнес-інкубатора чи інноваційного центру; фінансування комерційного освоєння – етап, який також включає в себе дві стадії: фінансування початкової стадії та фінансування освоєння; фінансування розвитку.

Основним недоліком венчурного фінансування є те, що через високий ризик такий капітал надається під вищий відсоток, ніж банківський кредит, а в деяких випадках, пов'язаних із збільшенням гарантії проти нецільового використання вкладених коштів, венчурні інвестори можуть залишатися співвласниками підприємства, створеного під перспективний інвестиційний проект, протягом усього життєвого циклу освоєння продукту. У цьому випадку вони розраховують на одержання дивідендів з очікуваних прибутків.

Питання для самоконтролю

1. Що таке інновації та інноваційна діяльність?
2. Що таке інноваційні інвестиції?
3. Назвіть та охарактеризуйте основні форми інноваційних інвестицій.
4. Охарактеризуйте принципи управління інноваційними інвестиціями підприємства.

5. Назвіть і охарактеризуйте основні напрями інноваційної діяльності підприємства.
6. Охарактеризуйте методичні підходи до обґрунтування потреби в інноваційних інвестиціях у плановому періоді.
7. Який порядок вибору об'єктів інноваційних інвестицій та методи оцінки їх вартості?
8. Особливості оцінки ефективності інноваційних інвестицій.

ТЕМА 10. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

- 10.1. Сутність та особливості управління фінансовими інвестиціями.
- 10.2. Характеристика основних форм фінансових інвестицій підприємства.
- 10.3. Методичні підходи до оцінки доцільності фінансових інвестицій.

Ключові слова: фінансові інвестиції, грошові інструменти, фондові інструменти, цінні папери, боргові та пайові цінні папери, похідні цінні папери (деривативи), статичний аналіз, динамічний аналіз, технічний та функціональний аналіз цінних паперів.

10.1. Сутність та особливості управління фінансовими інвестиціями

Функціональна спрямованість операційної діяльності підприємств, що не є інституціональними інвесторами, визначає в якості пріоритетної форми здійснення реальних інвестицій. Однак на певних етапах розвитку підприємства виправдане здійснення фінансових інвестицій. Така спрямованість інвестицій може бути викликана необхідністю ефективного використання інвестиційних ресурсів, сформованих до початку здійснення реального інвестування за відібраними інвестиційними проектами у випадках, коли:

- кон'юнктура фінансового ринку дозволяє одержати значно більший рівень прибутку на вкладений капітал, аніж операційна діяльність на «затухаючих» товарних ринках;
- за наявності тимчасово вільних грошових активів, пов'язаних із сезонною діяльністю підприємства;
- у випадках «поглинання» інших підприємств з метою галузевої, товарної або регіональної диверсифікації своєї діяльності шляхом вкладення капіталу в їх статутні фонди (або придбання пакетів акцій).

Таким чином, фінансові інвестиції можна розглядати як активну форму ефективного використання тимчасово вільного капіталу або як інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних із диверсифікованістю операційної діяльності підприємства.

Водночас, під фінансовими інвестиціями розуміються активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (процентів, дивідендів та ін.), зростання вартості капіталу або інших вигід для інвестора.

Здійснення фінансових інвестицій характеризується низкою особливостей, основними з яких є:

- фінансові інвестиції є незалежним видом господарської діяльності для підприємств реального сектору економіки. Ця незалежність стосується як операційної діяльності таких підприємств, так і процесу їх реального інвестування. Стратегічні операційні задачі розвитку таких підприємств фінансові інвестиції вирішують лише в обмежених формах (шляхом вкладення капіталу в статутні фонди і придбання контрольних пакетів акцій інших підприємств);

- фінансові інвестиції є основним засобом здійснення підприємством зовнішнього інвестування. Всі основні форми й інструменти фінансових інвестицій мають зовнішню спрямованість інвестованого капіталу, що виходить за межі відтворювальних процесів свого підприємства. За допомогою фінансових інвестицій підприємства мають можливість здійснювати зовнішнє інвестування як у межах своєї країни, так і за кордоном;

- в системі сукупних інвестиційних потреб підприємств реального сектору економіки фінансові інвестиції формують інвестиційні потреби другого рівня. Фінансове інвестування здійснюється підприємствами після того, як задоволені їх потреби в реальному інвестуванні капіталу. У зв'язку з цією особливістю фінансові інвестиції, як правило, не доцільно активізувати на таких ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, як «народження», «дитинство» і «юність»;

- найчастіше фінансові інвестиції використовуються підприємствами реального сектору економіки з метою одержання додаткового інвестиційного доходу в процесі використання вільних грошових активів і їх протivoінфляційного захисту. Цілеспрямоване формування інвестиційних ресурсів для здійснення портфельних фінансових інвестицій такі підприємства, як правило, не застосовують. Фінансові інвестиції забезпечують більш низький рівень прибутку, ніж операційні активи підприємства. В даному випадку фінансові інвестиції формують додатковий приріст доходу в періоди, коли тимчасово вільний капітал не може бути ефективно використаний для розширення операційної діяльності.;

- фінансові інвестиції надають підприємству найбільш широкого діапазону вибору інструментів інвестування за шкалою «прибутковість – ризик». У порівнянні з реальним інвестуванням ця шкала значно ширше – вона включає групу як безризикових, так і спекулятивних інструментів інвестування, які дозволяють інвестору здійснювати свою інвестиційну політику в широкому діапазоні: від консервативної до агресивної;

- фінансові інвестиції надають підприємству досить широкий діапазон вибору інструментів інвестування і за шкалою «прибутковість – ліквідність». У порівнянні з реальними інвестиціями вони характеризуються більш високим

рівнем ліквідності;

- процес обґрунтування управлінських рішень, який пов'язаний зі здійсненням фінансових інвестицій, є більш простим і менш трудомістким. Разом з тим, передінвестиційні витрати є більшими, ніж при реальному інвестуванні; алгоритми оцінки ефективності фінансових інвестицій мають диференційований характер відносно об'єктів інвестування, що підвищує надійність; реалізація прийнятих управлінських рішень у сфері фінансового інвестування займає мінімум часу;

- динамічність кон'юнктури фінансового ринку в порівнянні з товарним визначає необхідність проведення ретельного моніторингу в процесі фінансового інвестування.

Таким чином, фінансова інвестиція – це господарська операція, що припускає придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів та інших фінансових інструментів і є активною формою ефективного використання вільного капіталу підприємства.

Управління фінансовими інвестиціями – це управлінські рішення, спрямовані на вибір найбільш ефективних фінансових інструментів вкладення капіталу і своєчасного його реінвестування на підприємстві.

Основними цілями здійснення фінансових інвестицій підприємств є:

- одержання прибутку (як правило, довгострокові фінансові інвестиції);
- поглинання чи здобуття контролю над підприємством-конкурентом, у т. ч. з метою його ліквідації;
- створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів);
- поліпшення фінансово-господарських зв'язків з постачальниками сировини (матеріалів, комплектуючих та ін.) та споживачами готової продукції;
- диверсифікація діяльності та одержання доступу до певного сегмента ринку;
- збереження ліквідних резервів (як правило, поточні фінансові інвестиції).

Управління фінансовими інвестиціями на підприємстві здійснюється виходячи з особливостей їх форм та інвестиційних якостей. За досить високої періодичності здійснення фінансових інвестицій на підприємстві розробляється спеціальна політика такого управління.

Політика управління фінансовими інвестиціями є частиною загальної інвестиційної політики підприємства, яка забезпечує вибір найбільш ефективних фінансових інструментів вкладення капіталу та своєчасне його реінвестування.

Етапи розробки політики управління фінансовими інвестиціями:

- аналіз стану фінансового інвестування в попередньому періоді;

- визначення обсягу фінансового інвестування на наступний період;
- вибір форм фінансового інвестування, що пропонується;
- оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів;
- формування портфелю фінансових інвестицій;
- забезпечення ефективності оперативного управління портфелем фінансових інвестицій.

1. Аналіз стану фінансового інвестування в попередньому періоді. Основною метою такого аналізу є дослідження тенденцій, динаміки, масштабів, форм та ефективності фінансового інвестування підприємства в ретроспективі. Основні стадії аналізу: визначення загального обсягу інвестування капіталу у фінансові активи, темпів змін його обсягу та питому вагу фінансового інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства в передплановому періоді; вивчення основних форм фінансового інвестування, їх спрямованості на рішення стратегічних задач розвитку підприємства; вивчення складу інструментів фінансового інвестування в розрізі окремих видів, їх динаміки та питомої ваги в загальному обсязі фінансового інвестування; оцінювання рівня дохідності окремих фінансових інструментів і фінансових інвестицій загалом; оцінювання рівня ризику за окремими фінансовими інструментами інвестування і за портфелем загалом; оцінювання рівня ліквідності окремих фінансових інструментів інвестування та портфелю загалом. Розрахований рівень ліквідності зіставляється з рівнем дохідності інвестиційного портфелю та окремих фінансових інструментів інвестування. Проведений аналіз дозволяє оцінити обсяг та ефективність портфелю фінансових інвестицій підприємства в попередньому періоді.

2. Визначення обсягу фінансового інвестування на наступний період. Розрахунок обсягу фінансового інвестування диференціюється в розрізі довго- і короткострокових періодів здійснення. Довгострокове фінансове інвестування обумовлюється вирішенням задач ефективного використання інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проектів, страхових та інших цільових фондів підприємства, які формуються на довгостроковій основі. Обсяг короткострокового фінансового інвестування визначається в процесі вирішення задач ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових активів (у складі оборотного капіталу підприємства), утвореного в зв'язку з нерівномірністю формування позитивного та негативного грошових потоків, а також їх розміром.

3. Вибір форм фінансового інвестування. У рамках запланованого обсягу фінансових коштів, які виділяють на ці цілі і, залежно від характеру задач, що вирішуються підприємством в процесі своєї господарської діяльності, визначаються конкретні форми цього інвестування. Вирішення стратегічних

задач розвитку операційної діяльності пов'язане з вибором таких форм фінансового інвестування, як вкладення капіталу в статутні фонди спільних підприємств, придбання контрольного пакета акцій окремих компаній, що становлять стратегічний інтерес з метою диверсифікації діяльності підприємства-інвестора. Рішення задач щодо забезпечення приросту капіталу в довгостроковому періоді пов'язане, як правило, з його вкладенням в довгострокові фондові та грошові інструменти, прогнозована дохідність яких, із урахуванням рівня ризику, задовольняє інвестора. Вирішення задач отримання поточного доходу та протиінфляційного захисту тимчасово вільних грошових активів пов'язане, як правило, із вибором короткострокових грошових або боргових фондових інструментів інвестування, реальний рівень дохідності яких не нижче ніж діюча на ринку норма прибутку на інвестований капітал.

4. Оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів, що пропонуються. Методи такої оцінки диференціюються залежно від видів цих інструментів. Основними параметрами оцінки є рівень їх дохідності, ризику та ліквідності. У процесі оцінки детально досліджуються фактори, які визначають інвестиційні якості різних видів фінансових інструментів інвестування – акцій, облігацій, депозитних вкладів в комерційних банках. Важливу роль в процесі оцінки відіграє також характер обігу тих чи інших фінансових інструментів інвестування на організованому та неорганізованому інвестиційному ринку.

5. Формування портфелю фінансових інвестицій. Воно здійснюється з урахуванням оцінки інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. У процесі їх відбору до портфелю, що формується, враховуються такі основні фактори: тип портфелю фінансових інвестицій; необхідність диверсифікації фінансових інструментів; забезпечення високої ліквідності портфелю та ін. Визначальним при формуванні портфелю фінансових інвестицій є забезпечення відповідності цілей його формування стратегічним цілям інвестиційної діяльності в цілому. Сформований портфель фінансових інвестицій повинен бути оцінений з точки зору оптимальності співвідношення рівнів дохідності, ризику та ліквідності. За необхідності посилення цілеспрямованості портфелю до нього вносять необхідні корективи.

6. Забезпечення ефективності оперативного управління портфелем фінансових інвестицій. При істотних змінах кон'юнктури фінансового ринку інвестиційні якості окремих фінансових інструментів можуть суттєво знижуватися. У процесі оперативного управління портфелем фінансових інвестицій повинна забезпечуватися своєчасна його реструктуризація з метою підтримання цільових параметрів, досягнутих при початковому формуванні.

Розроблена політика управління фінансовими інвестиціями підприємства визначає основні параметри інвестиційної діяльності підприємства в цьому напрямку та її найважливіші критерії.

10.2. Характеристика основних форм фінансових інвестицій підприємства

Фінансове інвестування здійснюється підприємством у таких основних формах:

- вкладення капіталу в статутні фонди спільних підприємств;
- вкладення капіталу в дохідні види грошових інструментів;
- вкладення капіталу в дохідні види фондових інструментів.

Вкладення капіталу в статутні фонди підприємств. Ця форма фінансового інвестування має найбільш тісний зв'язок з операційною діяльністю підприємства. Вона забезпечує зміцнення стратегічних господарських зав'язків з постачальниками сировини й матеріалів (при участі в їхньому статутному капіталі); розвиток своєї виробничої інфраструктури (при вкладенні капіталу в транспортні й інші аналогічні підприємства); розширення можливостей збуту продукції або проникнення на інші регіональні ринки (шляхом вкладення капіталу в статутні фонди підприємств торгівлі); різні форми галузевої й товарної диверсифікованості операційної діяльності та ін. За своїм змістом ця форма фінансового інвестування багато в чому замінює реальне інвестування, будучи при цьому менш капіталомісткою та більш оперативною. Пріоритетною метою цієї форми інвестування є не стільки одержання високого інвестиційного прибутку (хоча мінімально необхідний її рівень повинен бути забезпечений), скільки встановлення форм фінансового впливу на підприємства для забезпечення стабільного формування свого операційного прибутку.

Вкладення капіталу в дохідні види грошових інструментів спрямоване на ефективне використання тимчасово вільних грошових активів підприємства. Основним видом грошових інструментів інвестування є депозитний внесок у комерційних банках. Як правило, ця форма використовується з метою генерування інвестиційного прибутку для короткострокового інвестування капіталу. Можуть використовуватись депозитні сертифікати банків з великим номіналом. Це той же механізм, що і депозитний (чи ощадний) внесок, але сертифікат, будучи цінним папером, може бути переданий одним власником іншому. Депозитні сертифікати є різновидом строкових банківських вкладів, при яких клієнту видається не ощадна книжка, а сертифікат (посвідчення), що виконує роль боргової розписки банку. Кошти з такого внеску можна вилучити

і до закінчення зазначеного терміну, сплативши штраф у формі утримання визначеної частини відсотків.

Вкладення капіталу в дохідні види фондових інструментів є найбільш поширеною і полягає у вкладення капіталу в цінні папери, які обертаються на фондовому ринку. Використання цієї форми фінансового інвестування пов'язане з широким набором альтернативних інвестиційних рішень щодо інструментів інвестування, термінів; високим рівнем державного регулювання та захищеності інвестицій; розвиненою інфраструктурою фондового ринку; наявністю оперативної інформації про стан і кон'юнктуру фондового ринку за його сегментами. Основною ціллю цієї форми фінансового інвестування також є генерування інвестиційного прибутку, хоча в окремих випадках вона може бути використана для встановлення форм фінансового впливу на окремі компанії при вирішенні стратегічних завдань (шляхом придбання контрольного або достатнього вагомого пакета акцій).

Цінні папери – це грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини боргу, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав, що випливають з цих документів, іншим особам.

Відповідно до діючого законодавства в Україні можуть випускатися та обертатися на фондовому ринку такі види ЦП:

1) основні (боргові та права власності): акції; облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик; облігації місцевих позик; облігації підприємств; казначейські зобов'язання; ощадні сертифікати; інвестиційні сертифікати; векселі;

2) похідні цінні папери (деривативи): форвардні (ф'ючерсні) контракти; опціони (варанти); депозитарні розписки (свідоцтва).

Акція – це цінний папір без установленого терміну обігу, що засвідчує пайову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства. Акції можуть бути іменними, на пред'явника, привілейованими та простими. Виплата дивідендів здійснюється у розмірі, зазначеному в акції, незалежно від величини одержаного товариством прибутку. Якщо прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється з резервного фонду. Якщо розмір дивідендів, що сплачуються акціонерам за простими акціями, перевищує розмір дивідендів за привілейованими акціями,

власникам останніх може надаватися доплата до розміру дивідендів, сплачених іншим акціонерам.

Облігація – це основний вид боргових зобов'язань, згідно з яким позичальник (емітент) повинен сплатити певну суму кредитору (власнику) по завершенні визначеного терміну і суму щорічного доходу у вигляді фіксованого або плаваючого відсотка. Зміна плаваючого відсотка відбувається згідно з встановленими правилами. Саме тому облігації називають цінними паперами з фіксованим доходом. Емітентами облігацій можуть бути: держава, підприємства, іноземні організації. Існують короткострокові (кілька тижнів), середньострокові (1-7 років), довгострокові (до 30 років) і безстрокові облігації.

На відміну від акцій, за облігаціями гарантується сплата відсотку у встановлений термін, але його розмір, як правило нижчий від дивідендів. Згідно із світовою практикою сплата відсотків за облігацією здійснюється з суми прибутку до оподаткування (в Україні відноситься на валові витрати). Надійність облігації залежить від декількох причин. Найбільш надійна облігація для інвестора – це державна, короткострокова, іменна, серійного погашення з плаваючим відсотком, яка забезпечена матеріальним носієм. Зміна будь-якого з цих факторів призведе до зниження надійності облігації. Для інвестора ненадійними є облігації низькоприбуткові та з правом відзиву.

Казначейські зобов'язання України – вид ЦП на пред'явника, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету і дають право на одержання фінансового доходу.

Ощадний сертифікат – письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і процентів за ним. Ощадні сертифікати видаються строкові (під певний договірний процент на визначений строк) або до запитання, іменні та на пред'явника. Іменні сертифікати обігу не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам є недійсним.

Інвестиційний сертифікат – це ЦП, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Таким чином, емітентом інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду виступає компанія з управління активами цього фонду. Інвестиційні сертифікати надають кожному його власникові однакові права та можуть розміщуватися шляхом відкритого продажу або приватного розміщення.

Вексель – ЦП, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання, за яким одна особа зобов'язана сплатити іншій визначену суму коштів у визначений строк, правовий статус якого регулюється законодавством про вексельний обіг.

Вексельний обіг може охоплювати різні сфери. По-перше, відносини між банками та клієнтами при видачі банківських позичок (соло-векселя); по-друге, між суспільством та державою (казначейські векселя); по-третє, між фізичними та юридичними особами без посередництва банку.

Дериватив – це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив (ЦП) на визначених ним умовах у майбутньому. Існують такі форми деривативів:

- ф'ючерсний контракт – це стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) базовий актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, із фіксацією ціни на момент укладання зобов'язань сторонами контракту;

- опціон – це стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) базовий актив на визначених умовах у майбутньому, із фіксацією ціни на момент укладання такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту;

- варант – різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом з власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власнику право на придбання простих акцій даного емітента протягом певного періоду за певною ціною;

- депозитарна розписка (свідоцтво) – похідний ЦП, що засвідчує право власності інвестора-резидента на визначену кількість ЦП іноземного емітента, загальний обсяг емісії який обліковується в іноземній депозитарній установі. Емітентом їх можуть бути юридичні особи-резиденти, які є учасниками Національної депозитарної системи, за умови встановлення кореспондентських відносин між депозитарієм, у якому зберігається глобальний сертифікат на загальний обсяг емісії депозитарних розписок, та іноземною депозитарною установою, що веде облік права власності за цінними паперами, які лежать в основі депозитарних розписок.

Таким чином, вибір типу певного цінного паперу є управлінським рішенням, що визначає економічні умови майбутньої діяльності підприємства. Їх різноманітність призвела до виникнення спеціальних оптимізаційних процедур щодо вибору цінних паперів. Це спростило діяльність відповідних консультаційних та експертних фірм (або відповідних відділів банків), які залучаються інвесторами для обґрунтування рішень щодо вкладення своїх коштів.

10.3. Методичні підходи до оцінки доцільності фінансових інвестицій

Серед численних методів і прийомів аналізу доцільності вкладень у ті чи інші об'єкти фінансових інвестицій виокремлюють дві основні групи. Перша призначена для оцінки інвестицій в активи з фіксованою ставкою дохідності та визначеним строком їх утримання. До таких об'єктів інвестування належать вкладення в облігації з фіксованим процентом, привілейовані акції, депозитні сертифікати, векселі та ін. Друга група методів призначена для оцінки фінансових вкладень з чітко невизначеною нормою прибутковості та строками інвестування, якими є насамперед інвестиції в акції, інші види корпоративних прав.

При прийнятті інвестиційних рішень інвестори порівнюють очікувані доходи від вкладання коштів у даний об'єкт капіталовкладень, з доходами від інших, альтернативних можливостей інвестування. При цьому розрізняють два основні підходи до оцінки інвестицій:

1) статичний аналіз: усі показники, які характеризують об'єкт інвестування, розглядаються в короткостроковому періоді; при розрахунках використовуються величини, зафіксовані в певний проміжок часу (факт зміни вартості грошей у часі не враховується);

2) динамічний аналіз: показники аналізуються в динаміці, з урахуванням зміни вартості грошей у часі за ряд періодів.

При оцінці фінансових інвестицій здебільшого використовують методи, які дають можливість дослідити показники, що характеризують об'єкт інвестицій у динаміці. До основних з таких методів належать: метод дисконтування майбутніх доходів та метод внутрішньої норми прибутковості.

10.3.1. Оцінка доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою ставкою дохідності.

Метод дисконтування Cash-flow називають також методом розрахунку внутрішньої (потенційної) вартості інвестиції. У разі використання цього методу відповідні інвестиційні рішення приймаються на основі порівняння абсолютних величин: теперішньої вартості вхідних і вихідних грошових потоків, які є наслідком інвестиційних вкладень. При цьому ставка дисконтування, яка застосовується при розрахунках теперішньої вартості, є заданою і відповідає ставці дохідності за можливими альтернативними вкладеннями.

Доцільність фінансових інвестицій в окремі об'єкти визначається шляхом приведення до теперішньої вартості очікуваних чистих грошових потоків (Cash-flow) від здійснення інвестицій та зіставлення сумарної величини цих

потоків із собівартістю інвестицій (грошових виплат на придбання інвестиції). Вартість інвестиції визначається за таким алгоритмом:

$$C_0 = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - E_0, \quad (10.1)$$

де C_0 – вартість інвестиції;

CF – чистий грошовий потік (Cash-flow) від здійснення інвестиції;

E_0 – собівартість інвестиції;

r – коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ($r = p/100$ %);

p – ставка дисконтування;

n – період, протягом якого кошти вкладаються у фінансові інвестиції (кількість інтервалів, за які нараховуються доходи).

Ставка дисконтування – це ставка дохідності за найкращою (або середньою) з альтернативних можливостей вкладення коштів на ринку, вона складається з двох компонентів: фіксованої ставки за безризиковими вкладеннями та середньоринкової премії за ризик.

За наявності інфляційних очікувань наведені розрахунки слід скоригувати на прогнозний рівень інфляції, зокрема номінальну ставку дохідності в плановому періоді слід привести до реальної (з урахуванням індексу інфляції).

Якщо керуватися критерієм прибутковості, рішення щодо інвестиційних вкладень може бути прийняте, якщо вартість інвестиції не менше нуля ($C_0 > 0$). У такому разі рентабельність фінансових інвестицій дорівнюватиме або перевищуватиме ставку рентабельності за альтернативними вкладеннями на ринку. У разі наявності багатьох альтернативних вкладень перевага віддається тому фінансовому інструменту, вартість якого є найвищою.

Метод ефективної ставки процента використовується як при оцінці доцільності інвестицій, та і при визначенні їх вартості для відображення у фінансовому обліку. При цьому застосовують різні концепції розрахунку ефективної ставки.

Ефективна ставка процента за фінансовими інвестиціями – це реальна ставка дохідності (рентабельність) інвестиційних вкладень за визначений період. Цей показник характеризує рентабельність інвестиційних вкладень, розраховується як відношення річного процента за вкладеннями (скоригованого на середньорічну суму дисконту (+) чи премії (–) до величини вкладень).

Метод ефективної ставки процента застосовується для оцінки фінансових вкладень з фіксованою ставкою дохідності (облігації, привілейовані акції, депозитні сертифікати та ін.). При цьому може використовуватися як статичний, так і динамічний підхід.

За статичного підходу вигідність інвестицій визначається на основі порівняння ефективної ставки процента за кількома альтернативними об'єктами інвестування. Перевага віддається тим інвестиціям, які характеризуються вищою рентабельністю.

Якщо погашення інвестицій здійснюється в кінці періоду і вони придбані з дисконтом, тобто за ціною, нижчою, ніж ціна погашення, то інвесторам доцільно використати такий алгоритм розрахунку ефективної ставки процента (Re):

$$Re = \frac{i + d/n}{Ke} \cdot 100 \% \quad (10.2)$$

де d – дисконт, виражений у процентах ($K_n - K_e$);

i – фіксована процентна ставка;

K_e – курс емісії (собівартість інвестицій), %;

K_n – курс погашення інвестицій, %.

У разі, якщо фінансові інвестиції придбані з премією, тобто за ціною, вищою, ніж ціна їх погашення, то формула 10.2 набуде такого вигляду:

$$Re = \frac{i - g/n}{Ke} \cdot 100 \% \quad (10.3)$$

де g – премія, з якою придбані інвестиції ($K_e - K_n$).

Завдяки розрахунку ефективної ставки процента можна знайти наближене значення рентабельності вкладень. Недоліком використання цього методу оцінки є те, що він не враховує чинник зміни вартості грошових потоків у часі. Усунути його можна, вдавчись до розрахунку внутрішньої ефективної ставки процента.

Метод визначення внутрішньої норми прибутковості (internal rate of return, IRR) при оцінці інвестицій передбачає розрахунок відносного показника – ставки дохідності, за якої вартість інвестиції дорівнює нулю (теперішня вартість усіх грошових видатків на здійснення інвестиції дорівнює теперішній вартості всіх грошових надходжень від цієї інвестиції). Ця ставка відповідає мінімальній ставці рентабельності, за якої пріоритет може надаватися альтернативним вкладенням на ринку. За наявності кількох альтернативних об'єктів інвестування перевага віддається тому, внутрішня ставка процента за яким є вищою. У практиці фінансової діяльності суб'єктів господарювання у країнах з розвинутими ринковими інституціями охарактеризований метод оцінки інвестицій на сьогоднішній день є найуживанішим.

10.3.2. Оцінка доцільності фінансових інвестицій у корпоративні права

Довгострокове інвестування коштів суб'єктів господарювання у корпоративні права інших підприємств здійснюється переважно з метою поглинання цих підприємств, придбання контролю над ними, одержання доступу до певного сегмента ринку, створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів та ін.). Рідше підприємства вкладають кошти в акції, частки інших підприємств на довгостроковий період з метою отримання прибутку у вигляді дивідендів. Це зумовлено тим, що залучений підприємством капітал доцільно вкладати саме в розвиток підприємства, тобто в реальні інвестиції.

Виходячи з основного завдання поточного фінансового інвестування – прибуткове вкладання тимчасово вільних коштів і створення ліквідних резервів, короткострокове інвестування коштів у корпоративні права здійснюється переважно в акції, оскільки цей фінансовий інструмент є наймобільнішим. Проблема для фінансиста полягає в тому, щоб вибрати акції емітента, які є найбільш вигідним об'єктом інвестування з погляду ліквідності, прибутковості та накладних витрат.

Вважається, що рішення відносно придбання акцій слід приймати, провівши їх попередній технічний і фундаментальний аналіз.

Рішення щодо вкладання коштів у ті чи інші корпоративні права може прийматися на основі результатів фундаментального аналізу. Згідно з цим прийомом оцінки фінансових інвестицій їх ринковий курс визначається внутрішньою вартістю підприємства (Intrinsic Value) та його корпоративних прав. Завданням фундаментального аналізу є визначення реальної внутрішньої вартості акцій. Якщо ця вартість перевищує їх ринкову ціну, то курс акцій є заниженим, а отже, в них можна вкладати кошти. Навпаки, якщо внутрішня вартість акцій є нижче за ринкову ціну, то їх курс завищений, а отже, інвестиції в такі корпоративні права робити не варто.

Для розрахунку внутрішньої (об'єктивної) вартості корпоративних прав (акцій), навколо якої коливається їх ринковий курс, слід проаналізувати цілий ряд кількісних та якісних чинників, які характеризують фінансово-господарську діяльність емітента. До основних кількісних факторів, які впливають на внутрішню вартість акцій, належать: нинішні та потенційні показники прибутковості; величина та структура затрат; структура капіталу; рівень дивідендних виплат та ін.

Серед якісних чинників, які визначають вартість підприємства в цілому та його корпоративних прав зокрема, виокремлюють: якість менеджменту;

наявність ноу-хау; спроможність до інновацій; ситуація на ринку та перспективи продуктової програми та ін.

Так само, як і при оцінці інвестицій з фіксованою ставкою дохідності, в процесі фундаментального аналізу акцій розраховуються статичні і динамічні показники. Серед численних статичних фінансових показників, які характеризують внутрішню вартість корпоративних прав, в аналізі акцій здебільшого використовують: балансовий курс корпоративних прав; чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; дивіденди на одну просту акцію; рентабельність акції; відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (price earnings ratio, PER); відношення ринкового курсу акцій до показника Cash-flow на одну акцію (КСФ).

Прийняття рішень щодо доцільності інвестування коштів здійснюється на основі порівняння вказаних статичних показників за різними можливими об'єктами інвестування, а також за ряд минулих періодів. Особливо придатними для цього вважаються два останні показники: PER та КСФ.

За додатковий критерій при оцінці внутрішньої вартості акцій досить часто використовують показник КСФ. Чим меншим є значення цього показника, тим вищою є внутрішня вартість акцій. Вважається, що показник КСФ дає об'єктивнішу картину потенціалу прибутковості підприємства, оскільки враховує різні методики визначення чистого прибутку та нарахування амортизації, які передбачені різними вимогами до складання фінансової звітності. Завдяки цьому він дозволяє порівнювати привабливість акцій у міжнародному вимірі.

Оцінка акцій на основі аналізу окремих показників не потребує застосування складних фінансово-математичних розрахунків і значних витрат часу. Однак інвестиційні рішення повинні прийматися з урахуванням значення не одного, а комплексу показників. Оцінка доцільності інвестицій в акції на основі поєднання багатьох комбінованих показників здійснюється в процесі статистичного регресійного аналізу.

Значна кількість моделей оцінки вартості акцій, які застосовуються в процесі фундаментального аналізу, базуються на концепції теперішньої вартості майбутніх грошових потоків (Net Present Value). Згідно з цією концепцією курс акції визначається її внутрішньою (потенційною) вартістю, яка, в свою чергу, розраховується приведенням до теперішньої вартості всіх майбутніх доходів інвестора, які можуть генеруватися цією акцією (доходи можуть бути у вигляді дивідендів, приросту курсової вартості акцій та ціни переважних прав на придбання додаткових акцій).

Технічний аналіз акцій ґрунтується на вивченні тенденцій розвитку ринкового курсу цінних паперів на основі побудови графіків і таблиць, що

характеризують динаміку ціноутворення акцій у попередніх періодах. Завдяки побудові кривих розвитку курсової вартості, аналізу ринкових індексів і рейтингів фінансові аналітики роблять прогнози щодо майбутнього курсу акцій і визначають найсприятливіші проміжки часу для їх купівлі-продажу з погляду можливостей отримання прибутку у вигляді курсових різниць. Базова концепція технічного аналізу звучить таким чином: існує деякий взірць, за яким відбувався розвиток курсу акцій у минулому, тож і майбутня динаміка курсу також буде побудована за згаданим взірцем.

У процесі технічного аналізу фінансисти, як правило, не роблять акцент на внутрішні чинники, які впливають на курс акцій, зокрема показники внутрішньої вартості підприємства, структуру його капіталу, позиції на ринку, виробничу програму та ін. Основним джерелом аналітичної інформації при цьому є інформація, що генерується ринком цінних паперів.

Розрізняють дві основні групи методів і прийомів технічного аналізу. Перша група досліджує базові тенденції на фондовому ринку чи окремому його сегменті (аналіз фондового індексу чи індексу активності в розрізі окремих галузей). Друга група призначена для аналізу тенденцій розвитку ринкового курсу акцій окремого емітента.

Для оцінки розвитку курсової вартості окремої акції застосовують графічний трендовий аналіз, побудову лінії підтримки і опору та метод ковзної середньої.

Трендовий аналіз окремої акції побудований на гіпотезі, що графічно визначений тренд зберігається протягом певного часу. Отже, упродовж цього часу курс акцій має тенденцію до руху у певному напрямку. Лінія тренду будується шляхом поєднання двох або більше мінімумів за зростаючого тренду, відповідно двох чи більше максимумів за спадаючого. У разі, якщо поточний курс акцій «прориває» лінію тренду, то це є свідченням можливої зміни тенденцій на ринку, що, в свою чергу, сигналізує про:

а) доцільність інвестування коштів у акції – якщо курс акції перетинає спадаючу лінію тренду в бік збільшення і це супроводжується зростанням обсягів торгів;

б) доцільність продажу акцій – якщо поточний курс перетинає зростаючу лінію тренду в бік зменшення, що супроводжується зростанням обороту.

На практиці можливою є ситуація, коли тривалий час курс акцій, незважаючи на суттєві коливання, не перевищує певної верхньої (так званої лінії опору) та нижньої межі (лінії підтримки). Цей феномен пояснюється психологічними мотивами учасників ринку. Курс може вийти за межі зазначених ліній у разі здійснення певних операцій біржовими спекулянтами,

появи сприятливих (чи несприятливих) новин, що стосуються об'єкта інвестування.

З метою вироблення оптимальної стратегії в галузі фінансових вкладень в акції на практиці слід поєднувати результати фундаментального та технічного аналізу. Застосувавши прийоми фундаментального аналізу, можна вибрати найпривабливіший об'єкт інвестування, а кваліфіковано провівши технічний аналіз, розробити рекомендації щодо проміжків часу, протягом яких кошти слід вкладати.

Питання для самоконтролю

1. Що таке фінансові інвестиції?
2. Що включає управління фінансовими інвестиціями підприємства?
3. Охарактеризуйте основні форми фінансових інвестицій підприємства.
4. Назвіть і охарактеризуйте основні етапи процесу розробки політики управління фінансовими інвестиціями на підприємстві.
5. Назвіть і охарактеризуйте принципи та методи оцінки інвестиційної привабливості фінансових інструментів.
6. Обґрунтуйте особливості застосування показників і методів оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів.
7. Дайте характеристику основних інструментів грошового та фондового ринку.
8. Які цінні папери відносяться до боргових?
9. Які цінні папери відносяться до пайових?
10. У чому суть технічного та функціонального аналізу цінних паперів?

ТЕМА 11. УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА

11.1. Мета і завдання управління портфелем фінансових інвестицій підприємства.

11.2. Типи портфелів фінансових інвестицій.

11.3. Формування портфелю фінансових інвестицій підприємства.

11.4. Оперативне управління реструктуризацією портфелю фінансових інвестицій підприємства.

Ключові слова: портфель фінансових інвестицій підприємства, управління портфелем фінансових інвестицій підприємства, портфель доходу та портфель росту, агресивний (спекулятивний) портфель; помірний (компромісний) портфель і консервативний портфель, формування портфелю фінансових інвестицій підприємства, оперативне управління реструктуризацією портфелю фінансових інвестицій підприємства

11.1. Мета і завдання управління портфелем фінансових інвестицій підприємства

Сучасне фінансове інвестування безпосередньо пов'язане з формуванням «інвестиційного портфелю». Воно базується на тому, що більшість інвесторів обирають для здійснення фінансового інвестування більше, ніж один фінансовий інструмент, тобто формують певну їх сукупність.

Інвестиційний портфель – це цілеспрямовано сформована сукупність цінних паперів, придбаних підприємством відповідно до розробленої інвестиційної стратегії фінансового інвестування.

Метою формування інвестиційного портфелю фінансових інвестицій є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування шляхом підбору найбільш дохідних і найменш ризикових цінних паперів.

Основні цілі формування інвестиційного портфелю:

1) забезпечення високого рівня формування інвестиційного доходу в поточному періоді;

2) забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу в майбутній довгостроковій перспективі;

3) забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних з фінансовим інвестуванням;

4) забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфелю.;

5) забезпечення максимального ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

Цілі формування інвестиційного портфелю є альтернативними. Так, забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі деякою мірою досягається за рахунок істотного зниження рівня формування інвестиційного доходу в поточному періоді (і навпаки). Темпи приросту інвестованого капіталу і рівень формування поточного інвестиційного доходу знаходяться в прямому зв'язку з рівнем інвестиційних ризиків. Забезпечення необхідної ліквідності портфелю може перешкоджати включенню в нього як високоприбуткових, так і низькоризикових фінансових інструментів інвестування. Альтернативність цілей формування інвестиційного портфелю визначає розходження політики фінансового інвестування підприємства, що у свою чергу визначає конкретний тип сформованого інвестиційного портфелю.

У процесі добору інструментів у портфель враховуються такі чинники:

- тип портфелю фінансових інвестицій, сформований відповідно до його пріоритетної цілі;

- необхідність диверсифікованості фінансових інструментів портфелю;

- необхідність забезпечення високої ліквідності портфелю й інші.

Управління інвестиційним портфелем включає два блоки:

- 1) формування інвестиційного портфелю;

- 2) реструктуризацію портфелю при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення фінансових інвестицій.

Інвестор формує свій інвестиційний портфель на підставі інвестиційної стратегії, яка визначає можливості поліпшення результатів діяльності підприємств за допомогою інвестицій (тобто окреслює напрями інвестування для одержання прибутку та зростання власних активів) і формує відповідного виду інвестиційні портфелі: портфель реальних інвестицій, портфель цінних паперів, портфель інтелектуальних цінностей.

Формування структури реальних інвестицій визначають такі характеристики стану інвестора та ринкового середовища:

1. Тип діяльності інвестора. Залежно від типу інвестора (інституційний інвестор чи інший господарський об'єкт) або фізичної особи визначаються форми інвестування, розмір часток загального портфелю, пріоритетність цілей інвестиційної стратегії. Так, інституційні інвестори мають законодавчо визначені норми фондів вкладень та напрямів (об'єктів) інвестування.

2. Стадія життєвого циклу виробництва. Фаза життєвого циклу підприємств (чи окремого виробництва) визначає форми інвестування та їх розміри. На початковій стадії переважає портфель реальних вкладень.

Поступово, в міру зростання надходжень, підприємство може формувати свій портфель цінних паперів та вкладати кошти в інтелектуальні цінності.

3. Вид інвестиційної стратегії підприємства. Така стратегія підприємства буває активною (агресивною), що спрямована на одержання максимального прибутку, або пасивною, що забезпечує збереження існуючого стану за рахунок нових інвестицій.

4. Фактори макросередовища, що стимулюють здійснення інвестицій. Ці фактори поділяють на економічні (монетарна та фіскальна політика держав) та організаційно-правові (законодавчі акти та норми здійснення інвестицій).

Формуючи структуру фондового портфелю, інвестор намагається забезпечити допустиме поєднання дохідності та ризику. У портфель включаються як низькодохідні цінні папери, за якими рівень ризику малий, так і ризикові папери з високою ставкою доходу. Питома вага тих чи інших вказаних цінних паперів визначає тип фондового портфелю: консервативний чи ризиковий.

Консервативний тип портфелю орієнтований на стабілізацію доходів при низькому рівні ризику, ризиковий – на максимізацію доходу.

Дохідність від загального інвестиційного портфелю, що поєднує реальні, фондові та інтелектуальні інвестиції, складається з відповідних часток дохідності. Доходи за реальними інвестиціями формуються у процесі впровадження інвестиційного проекту і зростають з розширенням обсягів реалізації продукції чи послуг. Дохідність за цінними паперами означає можливість одержання майбутніх прибутків, що складаються з курсової різниці і дивідендів або відсотків з придбаних цінних паперів. Дохідність за об'єктами інтелектуальної власності залежить від ефективності їх розміщення або продажу.

Ліквідність для інвестора означає можливість швидкого та не збиткового перетворення активів на гроші. Засобів інвестора у будь-який момент часу в майбутньому повинно бути достатньо для покриття поточних потреб в інвестуванні.

Урахування часу інвестування означає правильний вибір моменту здійснення інвестиції та тривалості повернення коштів. Здійснення певних інвестицій, зазвичай, не можна відкладати, може впасти попит на товари (ціна на цінні папери), змінитися ризик, інвестиційне середовище та ін. Крім того, для загального (повного) інвестиційного портфелю інвестора виконання всього комплексу інвестицій не може бути розтягнуто до безмежності. Тому, зазвичай, інвестор складає календарний графік їх виконання.

Альтернативою дохідності для будь-яких інвестицій є їх ризиковість. Будь-яка діяльність характеризується сукупністю ризиків. З погляду

формування інвестиційного портфелю комбінацію інвестицій треба підбирати так, щоб ризик був якомога менший на кожному етапі. Пріоритетність кожної з названих характеристик є ситуаційною і змінюється у процесі формування портфелю або зміни стратегії інвестора.

11.2. Типи портфелів фінансових інвестицій

Альтернативність цілей формування інвестиційного портфелю визначає розходження політики фінансового інвестування підприємства, що, у свою чергу, визначає конкретний тип формованого інвестиційного портфелю.

1. *За цілями формування інвестиційного доходу* розрізняють портфель доходу та портфель росту.

Портфель доходу сформується за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді поза залежністю від темпів приросту капіталу, що інвестується, у довгостроковій перспективі. Тобто портфель орієнтований на високу поточну віддачу інвестиційних витрат, незважаючи на те, що в майбутньому періоді ці витрати могли б забезпечити одержання більш високої норми інвестиційного прибутку на вкладений капітал.

Портфель росту формується за критерієм максимізації темпів приросту капіталу, що інвестується, в майбутній довгостроковій перспективі поза залежністю від рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді. Тобто цей портфель орієнтований на забезпечення високих темпів росту ринкової вартості підприємства (за рахунок приросту капіталу в процесі фінансового інвестування), тому що норма прибутку при довгостроковому фінансовому інвестуванні завжди вища, ніж при короткостроковому. Формування такого інвестиційного портфелю можуть дозволити собі лише досить стійкі у фінансовому відношенні підприємства.

2. *За рівнем прийнятих ризиків* розрізняють агресивний (спекулятивний) портфель; помірний (компромісний) портфель і консервативний портфель. Така типізація портфелів заснована на диференціації рівня інвестиційного ризику, на який згоден іти конкретний інвестор у процесі фінансового інвестування.

Агресивний (спекулятивний) портфель формується за критерієм максимізації поточного доходу або приросту інвестованого капіталу поза залежністю від супутнього йому рівня інвестиційного ризику. Він дозволяє одержати максимальну норму інвестиційного прибутку на вкладений капітал, однак супроводжується найвищим рівнем інвестиційного ризику, при якому інвестований капітал може бути загублений повністю або значною мірою.

Помірний (компромісний) портфель – сформована сукупність фінансових інструментів інвестування, за яким загальний рівень портфельного ризику наближений до середньоринкового. Норма інвестиційного прибутку на вкладений капітал буде також наближена до середньоринкової.

Консервативний портфель – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм мінімізації рівня інвестиційного ризику. Такий портфель, формований найбільш обережними інвесторами, виключає використання фінансових інструментів, рівень інвестиційного ризику яких перевищує середньоринковий. Консервативний інвестиційний портфель забезпечує найбільш високий рівень безпеки фінансового інвестування.

3. *За рівнем ліквідності* виділяють три типи інвестиційного портфелю – високоліквідний, середньоліквідний, низьколіквідний. Така типізація визначається, з однієї сторони, цілями фінансового інвестування (ефективне використання тимчасово вільних грошових активів у складі оборотного чи капіталу довгостроковий ріст інвестиційного капіталу), з іншої, інтенсивністю зміни факторів зовнішнього середовища, що визначає частоту реінвестування капіталу в процесі реструктуризації портфелю.

Високоліквідний портфель формується, як правило, з короткострокових фінансових інструментів інвестування, а також з довгострокових, які користуються високим попитом на ринку, по яких регулярно відбуваються угоди купівлі-продажу.

Середньоліквідний портфель, поряд з названими вище видами фінансових інструментів інвестування, включає також певну частину тих, що не користуються високим попитом і з нерегулярною частотою трансакцій.

Низьколіквідний портфель формується, як правило, з облігацій з високим періодом погашення або акцій окремих підприємств, що забезпечують більш високий порівняно зі середньоринковим рівень інвестиційного доходу, але користуються дуже низьким попитом.

4. *За тривалістю інвестиційного періоду* розрізняють короткостроковий і довгостроковий портфель. Така типізація відображає практику бухгалтерського обліку фінансових активів підприємства.

Короткостроковий портфель (портфель короткострокових фінансових вкладень) формується на основі фінансових активів, що використовуються терміном до одного року. Такі фінансові інструменти інвестування служать, як правило, однією з форм страхового запасу грошових активів підприємства, що входять до складу оборотного капіталу.

Довгостроковий портфель (портфель довгострокових фінансових вкладень) формується на основі фінансових активів, що використовуються більше одного року. Цей тип портфелю дозволяє вирішувати стратегічні цілі

інвестиційної діяльності підприємства і здійснювати обрану політику фінансового інвестування.

5. *За стабільністю структури*: портфель із фіксованою структурою активів у якому частка основних видів активів залишається незмінною протягом тривалого періоду часу; портфель із гнучкою структурою активів, у якому частка основних видів активів є мобільною і змінюється під впливом факторів зовнішнього середовища.

6. *За спеціалізацією*: портфель акцій, що вирішує цілі забезпечення високих темпів приросту капіталу в поточному та перспективному періоді; портфель облігацій, що вирішує завдання забезпечення високих темпів поточного доходу, мінімізації інвестиційних ризиків, зниження податків; портфель депозитних внесків; портфель інших цінних паперів.

7. *За числом стратегічних цілей формування*: моноцільовий портфель, у якому фінансові інструменти підібрані з однією метою; поліцільовий портфель, формування якого спрямоване на досягнення декількох цілей.

Виходячи із цих основних типів інвестиційних портфельів, формуються різні їхні варіанти, які використовуються при реалізації політики фінансового інвестування підприємства. У сучасній інвестиційній практиці найчастіше використовують комбінований портфель за першими двома ознаками – цілям формування інвестицій та рівнем ризиків. Основними варіантами комбінованих типів інвестиційних портфельів є:

- агресивний портфель доходу (портфель спекулятивного доходу);
- агресивний портфель зростання (портфель прискореного зростання);
- помірний портфель доходу (портфель нормального доходу);
- помірний портфель зростання (портфель нормального зростання);
- консервативний портфель доходу (портфель гарантованого доходу);
- консервативний портфель росту (портфель гарантованого росту).

Діапазон комбінованих типів інвестиційних портфельів може бути розширений за рахунок варіантів, які мають проміжне значення цілей фінансового інвестування.

8. *За умовами оподаткування інвестиційного доходу* виділяють оподатковуваний портфель і портфель вільний від оподаткування. Така типізація інвестиційного портфелю пов'язана з реалізацією однієї з цілей його формування – забезпеченням максимального ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

Оподатковуваний портфель складається з фінансових інструментів інвестування, дохід по який підлягає оподаткуванню на загальних підставах відповідно до діючого в країні податкового законодавства. Формування такого

портфелю не переслідує цілей мінімізації податкових виплат при здійсненні фінансових інвестицій.

Портфель, вільний від оподаткування, складається з таких фінансових інструментів інвестування, дохід по яким податками не обкладається. До таких фінансових інструментів відносяться, як правило, окремі види державних і муніципальних облігацій, що випускаються з метою швидкої акумуляції інвестиційних ресурсів для вирішення невідкладних інвестиційних завдань. Звільнення інвестора від оподаткування доходів додатково стимулює інвестиційну активність, збільшуючи суму чистого інвестиційного прибутку на розмір податкової пільги.

11.3. Формування портфелю фінансових інвестицій підприємства

Формування інвестиційного портфелю – це процес відбору цінних паперів, що мають необхідні інвестиційні якості.

В основі сучасної портфельної теорії лежить концепція «ефективного портфелю», формування якого покликане забезпечити найвищий рівень прибутковості при заданому рівні ризику, або найменший рівень ризику при заданому рівні прибутковості.

Процес формування інвестиційного портфелю базується на використанні двох альтернативних теорій (підходів): традиційній та сучасній.

Традиційний підхід до формування портфелю фінансових інвестицій ґрунтується на ідеї включення до нього великої кількості фінансових інструментів і передбачає їх галузеву диверсифікацію. Цей підхід здатний забезпечити вирішення довгострокових цілей щодо формування портфелю, але не враховує ефективного поєднання рівня доходності та ризиковості при підборі цінних паперів.

Засновником сучасної портфельної теорії вважається Г. Марковець, пізніше дослідження продовжили В. Шарп, Д. Тобін. Для умов нестабільного фондового ринку було розроблено окрему модель оптимізації фондового портфелю, що набула назву «Квазі-Шарп».

Сучасна портфельна теорія враховує такі умови:

- 1) інвестиційні рішення розраховані на обмежений проміжок часу, який має назву «періодом володіння»;
- 2) усі учасники ринку мають доступ до інформації про інвестиційні інструменти, їх доходність;
- 3) рішення, що приймаються інвестором ґрунтуються на використанні показників рівень очікуваного доходу, індивідуальний рівень ризику, ступінь

кореляції дохідності обраних інструментів;

4) податки і трансакційні витрати, що не пов'язані з купівлею-продажем фінансових інструментів, до розрахунку не приймаються.

Принципами формування портфелю цінних паперів є: безпечність; дохідність; ліквідність; зростання капіталу.

Під безпекою слід розуміти невразливість інвестицій до потрясінь на фондовому ринку та стабільність отримання доходу. Безпечність досягається за рахунок зниження дохідності й темпу зростання вкладень.

Під ліквідністю будь-якого фінансового ресурсу мають на увазі його здатність брати участь у негайному придбанні товарів (робіт, послуг). Ліквідність фондових цінностей – це їхня здатність швидко і без втрат у ціні перетворюватися в готівку. Найнижчу ліквідність має нерухомість.

Ліквідність портфелю цінних паперів необхідно розглядати з двох позицій:

– як спроможність швидкого перетворення всього портфелю цінних паперів або його частини в грошові ресурси (з невеликими витратами на реалізацію та при відсутності значних втрат у курсовій вартості);

– як спроможність своєчасного погашення зобов'язань перед кредиторами, повернення їм позичених грошових ресурсів, за рахунок яких був сформований портфель. У цьому випадку на перший план виступає питання про відповідність термінів залучення джерел, з одного боку, та сформованих на їх основі вкладень, з другого.

Зазвичай метою інвестора при формуванні портфелю цінних паперів є досягнення оптимального співвідношення між ризиком і доходом. Механізм формування портфелю орієнтований на пріоритети інвестора. Як правило, до таких пріоритетів відносять:

- збереження і приріст капіталу;
- отримання більшого доходу;
- доступ (через придбання цінних паперів) до дефіцитної продукції, послуг, можлива їх реалізація і розподіл;
- доступ до власності.

З огляду на це у світовій практиці передбачено детальнішу диференціацію типів потенційних інвесторів:

- 1) агресивні (дохідність і зростання вкладень);
- 2) досвідчені (дохідність, зростання вкладень, ліквідність);
- 3) найдосвідченіші (максимальна дохідність).

Враховуючи зазначені умови портфельної теорії, процес формування диверсифікованого портфелю фінансових інструментів має певні етапи.

1. Вибір типу інвестиційного портфелю. На цьому етапі необхідно

сформулювати цілі інвестиційного портфелю з урахуванням взаємозв'язку показників рівня дохідності та ризику майбутнього портфелю. Здійснюється типізація портфелю за цілями формування інвестиційного доходу, а саме – портфелю зростання чи портфелю доходу; далі здійснюється типізація портфелю за рівнем ризиків (агресивний, помірний чи консервативний портфель). Наступний крок – класифікація портфелю за рівнем ліквідності (високий, середній та низький рівні). Наприкінці враховуються такі ознаки як інвестиційний період, спеціалізація портфелю та ін. Результатом формування інвестиційного портфелю є його повна ідентифікація за основними ознаками та визначення основних параметрів.

2. Оцінка інвестиційних якостей окремих видів фінансових інструментів інвестування. Результатом цього етапу формування портфелю є визначення співвідношення часткових (пайових) і боргових фінансових інструментів в портфелі, частки окремих видів фінансових інструментів.

3. Формування інвестиційних рішень щодо включення в портфель індивідуальних фінансових інструментів інвестування базується на обраному типі портфелю, що реалізує політику фінансового інвестування; наявності пропозиції окремих фінансових інструментів на ринку; оцінки вартості і рівня прибутковості окремих фінансових інструментів; оцінки рівня ринкового ризику за кожним фінансовим інструментом. Результатом цього етапу формування портфелю є ранжований за співвідношенням рівня прибутковості і ризику перелік відібраних для включення у портфель конкретних фінансових інструментів.

4. Оптимізація портфелю, спрямована на зниження рівня його ризику при заданому рівні дохідності, що ґрунтується на оцінці коваріації та диверсифікованості інструментів портфелю.

Коваріація – це статистична характеристика, що ілюструє міру подібності (чи розходжень) двох розглянутих величин у динаміці, амплітуді і напрямку змін. У процесі оптимізації інвестиційного портфелю вивчається коваріація зміни (коливання) рівня інвестиційного доходу за різними видами фінансових інструментів.

Щільність коваріації між рівнями прибутковості за двома видами фінансових інструментів інвестування може бути визначена на основі коефіцієнта кореляції, що розраховується за формулою:

$$KK_{\phi} = \Sigma P_{1,2} ((D_1 - D_1) / \sigma_1) \times ((D_2 - D_2) / \sigma_2) \quad (11.1)$$

де KK_{ϕ} – коефіцієнт кореляції дохідності двох фінансових інструментів інвестування;

$P_{1,2}$ – ймовірність виникнення можливих варіантів відхилень прибутковості по кожному з порівнюваних фінансових інструментів;

D_1 – варіанти рівня дохідності першого фінансового інструмента в процесі його коливання;

\bar{r}_1 – середній рівень дохідності по першому фінансовий інструменту;

D_2 – варіанти рівня дохідності другого фінансового інструмента в процесі його коливання;

\bar{r}_2 – середній рівень дохідності по другому фінансовому інструменту;

$\sigma_1; \sigma_2$ – середньоквадратичне (стандартне) відхилення дохідності відповідно по першому і другому фінансовому інструменту.

Коефіцієнт кореляції дохідності за двома фінансовими інструментами інвестування може приймати значення від +1 (повна і позитивна кореляція між розглянутими величинами) до -1 (повна і негативна кореляція між розглянутими величинами). Використовуючи відмінності в коваріації інвестиційного доходу, можна підібрати у портфель такі види фінансових інструментів, які, не змінюючи рівня середньої дохідності портфелю, дозволяють істотно знизити рівень його ризику.

Диверсифікованість фінансових інструментів інвестування дозволяє зменшити рівень несистематичного (специфічного) ризику портфелю, а відповідно і загальний рівень портфельного ризику. Чим більша кількість фінансових інструментів, включених в портфель, тим нижчим при незміненому рівні інвестиційного доходу буде рівень портфельного ризику.

У практиці міжнародного фінансового менеджменту при здійсненні диверсифікації портфелю цінних паперів за термінами їх обігу найбільшого поширення набули два альтернативні методи.

Ступінчатий метод (метод «східців») полягає у рівномірному розподілі інвестицій між цінними паперами різного терміну. Вивільнені кошти від короткострокових фінансових інструментів вкладаються у більш довгострокові цінні папери. У результаті забезпечується простота регулювання і контролю, зменшується сума інвестиційних ресурсів в обороті. До недоліків ступінчатого методу слід віднести неможливість швидкого внесення змін у структуру інвестиційного портфелю. Відповідно виникає ризик упущеної вигоди від гри на курсових різницях цінних паперів.

Полярний метод (метод «штанги») полягає у концентрації інвестицій у цінні папери полярного терміну. Основна частина коштів вкладається у цінні папери з дуже коротким терміном (з метою забезпечення ліквідності) і цінні папери з дуже довгим терміном (для забезпечення доходу), і лише незначна

частина інвестиційного портфелю формується за рахунок середньотермінових фінансових інструментів.

5. Сукупна оцінка сформованого портфелю за співвідношенням рівня дохідності та ризику дозволяє оцінити ефективність усієї роботи з його формування. Рівень дохідності портфелю розраховується за формулою:

$$RD_{\Pi} = \sum RD_i \times PB_i \quad (11.2)$$

де RD_{Π} – рівень дохідності інвестиційного портфелю;

RD_i – рівень дохідності окремих фінансових інструментів у портфелі;

PB_i – питома вага окремих фінансових інструментів у сукупній вартості інвестиційного портфелю, виражений десятковим дробом.

Рівень ризику портфелю розраховується за формулою:

$$RP_{\Pi} = \sum RCP_i \times RHP_i \quad (11.3)$$

де RP_{Π} – рівень ризику інвестиційного портфелю;

RCP_i – рівень систематичного ризику окремих фінансових інструментів (вимірюваний за допомогою бета-коефіцієнта);

PB_i – питома вага окремих фінансових інструментів у сукупній вартості інвестиційного портфелю, виражений десятковим дробом;

RHP_{Π} – рівень несистематичного ризику портфелю, досягнутий у процесі його диверсифікованості.

Підприємства можуть використовувати самостійне або трастове (довірче) управління портфелем цінних паперів. Самостійне управління інвестиційним портфелем застосовується при високому рівні кваліфікації спеціалістів підприємства, їх достатній поінформованості про кон'юнктуру фондового ринку. При цьому інвестор може сам здійснювати епізодичний вихід на ринок цінних паперів або користуватися послугами брокерів.

Трастове (довірче) управління інвестиційним портфелем полягає у передачі інституціональним інвесторам (інвестиційним компаніям та фондам, трастовим компаніям, банкам) ряду управлінських функцій: здійснення розрахунків по цінних паперах, їх зберігання, посередництво при заставі, ведення бухгалтерського обліку, представництво інтересів підприємства на зборах акціонерів та ін.

11.4. Оперативне управління реструктуризацією портфелю фінансових інвестицій підприємства

Зміна цілей інвестора і обсягу використовуваного інвестиційного капіталу, значні коливання кон'юнктури фінансового ринку, зміна ставки позичкового відсотка, розширення пропозиції фінансових інструментів і ряд інших умов викликають необхідність поточного корегування сформованого інвестиційного портфелю, має назву реструктуризації портфелю і є основним змістом процесу оперативного управління ним.

Реструктуризація інвестиційного портфелю – це обґрунтування та реалізація управлінських рішень щодо забезпечення підтримки цільової інвестиційної спрямованості сформованого портфелю за параметрами його прибутковості, ризику та ліквідності шляхом зміни окремих інструментів.

Основне завдання такого управління фінансовими інвестиціями полягає у збалансуванні обсягів першочергових поточних платежів підприємства з часткою фінансових активів у грошовій формі. Управління портфелем цінних паперів здійснюється шляхом поетапної реструктуризації фінансових активів, яка передбачає:

- збереження в портфелі найбільш дохідних і ліквідних паперів;
- використання отриманих доходів від інвестицій для відшкодування поточних витрат;
- реінвестування частини чистого прибутку у нові цінні папери і реальні проекти.

Основні етапи процесу оперативного управління портфелем фінансових інвестицій:

- 1) організація постійного моніторингу умов економічного розвитку країни і кон'юнктури фінансового ринку в розрізі окремих його сегментів;
- 2) оперативна оцінка рівня прибутковості, ризику та ліквідності по сформованому портфелю фінансових інвестицій в динаміці;
- 3) вибір принципових підходів до оперативної реструктуризації портфелю фінансових інвестицій підприємства;
- 4) реструктуризація портфелю за основними видами фінансових інструментів інвестування капіталу;
- 5) реструктуризація портфелю за конкретним різновидам фінансових інструментів інвестування капіталу;
- 6) визначення часу здійснення угод з реструктуризації портфелю фінансових інвестицій;
- 7) обґрунтування альтернативних наказів брокеру на укладання угод, що забезпечують реструктуризацію портфелю.

Необхідність **організація постійного моніторингу умов економічного розвитку** країни і кон'юнктури фінансового ринку в розрізі окремих його сегментів обумовлюється високою динамікою поточної кон'юнктури фінансового ринку. У процесі моніторингу основна увага повинна бути приділена виявленню динаміки факторів, що впливають на зміну рівня прибутковості, ризику та ліквідності фінансових інструментів, що входять до складу портфелю підприємства. Моніторинг окремо здійснюється за пайовою та борговим видами фінансових інструментів.

Основні фактори, що негативно впливають на рівень прибутковості пайових і боргових фінансових інструментів інвестування:

- зниження рівня дивідендів внаслідок зменшення суми прибутку емітента. Зміна рівня дивідендних виплат є першим тривожним симптомом майбутнього зниження ринкової вартості інвестування конкретного виду акцій;

- зниження темпів приросту вартості чистих активів емітента (або зменшення їх суми). Хоча таке зниження може носити тимчасовий характер, воно неминуче веде до відповідного зменшення котирування акцій на ринку;

- кон'юнктурний спад у сфері, де емітент здійснює операційну діяльність. Цей спад позначається насамперед на розмірі чистого прибутку емітента від операційної діяльності, а отже і на розмірі майбутніх дивідендів. Зниження рівня виплати дивідендів у свою чергу викликає зниження ринкового котирування акцій певного емітента;

- істотне перевищення ринкової ціни фінансового інструменту над реальною його вартістю в момент придбання інвестором. Така переоцінка вартості пайових цінних паперів викликається, як правило, штучним завищенням її котирування самим емітентом або спекулятивною грою учасників фондового ринку. Підвищення ефективності фондового ринку викликає зниження ціни таких переоцінених фінансових інструментів до рівня їх реальної вартості. Якщо в портфелі підприємства є такі переоцінені фінансові активи, від них краще позбавитись;

- загальний спад кон'юнктури фондового ринку. Який би не був рівень бета-коефіцієнта за фондовим портфелем загалом або окремих його активах, спад кон'юнктури (зниження індексу) фондового ринку негативно позначається на ефективності цінних паперів, які там обертаються;

- спекулятивна гра учасників фондового ринку, що характеризується переходом від «ринку биків» до «ринку ведмедів». Це та пікова точка, в якій продаж цих пайових цінних паперів є найвигіднішою з позицій підтримки цільового рівня ефективності портфелю. Проте слід мати на увазі, що така гра носить, як правило, короткостроковий характер і при формуванні портфелю зростання звичайно може не враховуватися інвестором;

- підвищення рівня оподаткування інвестиційного доходу за пайовими фінансовими інструментами. Зменшення рівня чистого інвестиційного прибутку може призвести до зниження ефективності фінансового інвестування навіть незважаючи на зростання дивідендних виплат (якщо фактичний приріст суми дивідендів буде нижчим за суму додаткової сплати податків).

До основних факторів, які негативно впливають на рівень прибутковості боргових фінансових інструментів інвестування, відносяться:

- збільшення середньої ставки відсотка за кредит на фінансовому ринку. Зростання позичкового відсотка є основним фактором зниження рівня ефективності цих видів фінансових інструментів. Якщо це зростання прогнозується і надалі, бажано замінити довгострокові фінансові інструменти цього виду на короткострокові, які більш стійкі до негативного впливу такого чинника;

- підвищення темпів інфляції порівняно з попереднім періодом. Зростання темпу (індексу) інфляції в більших розмірах, ніж у попередньому періоді, призводить до знецінення номінальної вартості цих фінансових інструментів інвестування і виплачуваних відсотках. При прогнозованій стабільності зазначеної тенденції без додаткового розміру інфляційної премії, яка встановлюється емітентом, від таких фінансових інструментів у портфелі слід відмовитися;

- зниження рівня платоспроможності (кредитного рейтингу) емітента боргових фінансових інструментів. Наслідком такого зниження є зростання рівня ризику і проблеми з ліквідністю таких фінансових інструментів, що відповідно знижує і рівень їх ефективності;

- непередбачене зниження розміру викупного фонду (фонду погашення) емітента за даним фінансовим зобов'язанням. Таке зниження викликає негативні наслідки для котирування таких видів фінансових інструментів інвестування при наближаються терміни їх погашення;

- зниження рівня премії за ліквідність по довгострокових боргових фінансових інструментів. При суттєвому зниженні рівня ліквідності таких активів портфелю раніше встановлений розмір премії за ліквідність вже не відповідає новим реаліям ринку, що викликає зниження їх котирування і реально виплачуваної суми відсотка по них;

- підвищення рівня оподаткування інвестиційного доходу за борговими фінансовими інструментами. Зниження рівня чистого доходу відповідно позначається на їх інвестиційних якостях і ефективності портфелю фінансових інвестицій загалом.

Результати моніторингу фінансового ринку та умов економічного розвитку країни в розрізі розглянутих факторів дозволяють підвищити

обґрунтованість управлінських рішень щодо використання капіталу, прийнятих у процесі подальших етапів оперативного управління портфелем фінансових інвестицій підприємства.

Оперативна оцінка рівня прибутковості, ризику і ліквідності за сформованим портфелем фінансових інвестицій в динаміці. У процесі такої оцінки, яка повинна носити регулярний характер, відповідний періодичності здійснення моніторингу, виявляються тенденції рівня прибутковості, ризику і ліквідності за портфелем в цілому; їх відповідність цільовим параметрам формування портфелю (типу портфелю); відповідність розглянутих параметрів ринкової шкалою «дохідність-ризик» і «прибутковість-ліквідність». Оцінка аналогічних показників проводиться з встановленою періодичністю за окремими видами фінансових інструментів портфелю, а також у розрізі конкретних їх різновидів. Результати оцінки служать основою прийняття управлінських рішень про необхідність та напрямки реструктуризації портфелю фінансових інвестицій (реінвестування капіталу).

Вибір принципів підходів до оперативної реструктуризації портфелю фінансових інвестицій підприємства. Теорія оперативного управління портфелем фінансових інструментів інвестування капіталу виділяє два принципових підходи до здійснення цього управління – пасивний і активний. Ці підходи розрізняються як завданнями, так і методами оперативного управління портфелем.

Пасивний підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «проходження у фарватері ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфелю фінансових інвестицій має чітко відображати тенденції кон'юнктури фондового ринку як за загальним обсягом (на основі загально-ринкових індексів динаміки), так і за складом цінних паперів, які там обертаються. Тобто динаміка портфелю фінансових інвестицій підприємства в мініатюрі повинна копіювати динаміку фондового ринку загалом. Основна увага при пасивному підході до управління портфелем приділяється забезпеченню його реструктуризації за видами цінних паперів та диверсифікації з метою зниження рівня портфельного ризику. Прихильники цього підходу вважають, що ефективність портфелю на 90 % забезпечується структурою видів фінансових інструментів і лише на 10 % конкретними їх різновидами у рамках окремих видів. Найбільшою мірою пасивний підхід відображає менталітет формування консервативного типу портфелю.

Активний підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «випередження ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфелю фінансових інвестицій має базуватися на прогностичних розрахунках ринкової кон'юнктури, а не відображати поточну її

динаміку. Для цього підходу характерна індивідуальна оцінка майбутньої ринкової вартості фінансових інструментів інвестування з подальшим включенням до складу реструктурованого портфелю недооцінених у поточному періоді цінних паперів. Активний підхід передбачає також глибоку індивідуалізацію методів прогнозування кон'юнктури фондового ринку, заснованого переважно на фундаментальному аналізі. Вибір принципового підходу до оперативної реструктуризації портфелю фінансових інвестицій визначає систему методів її здійснення на підприємстві.

Реструктуризація портфелю за основними видами фінансових інструментів інвестування капіталу здійснюється двома різними методами залежно від обраного принципового підходу до оперативного управління портфелем. Основу цих методів складає встановлення постійного або змінного співвідношення спекулятивної та консервативної частин портфелю фінансових інвестицій.

При постійному співвідношенні спекулятивної та консервативної частин портфелю його реструктуризація за основними видами фінансових інструментів має бути спрямована на забезпечення первинних цільових параметрів його формування. Залежно від типу портфелю інвестор встановлює постійне співвідношення спекулятивної та консервативної частин, що характеризується певними видами фінансових інструментів інвестування. Ці значення можуть варіювати лише в невеликому діапазоні в межах встановлених лімітів. При досягненні цих лімітів проводяться операції з реструктуризації видів фінансових інструментів. Так, якщо понад ліміт зросла вартість спекулятивних видів цінних паперів, частина з них реалізується з паралельним придбанням цінних паперів консервативних видів.

Реструктуризація портфелю на основі методу постійного співвідношення окремих видів фінансових інструментів відображає ідеологію пасивного підходу до його управління.

При змінному співвідношенні спекулятивної та консервативної частин портфелю інвестор постійно варіює склад видів цінних паперів з урахуванням прогнозованої динаміки їх ринкової вартості. Якщо результати прогнозу показують більш сприятливу динаміку ринкової вартості фінансових інструментів спекулятивної частини портфелю, їх частка збільшується при відповідному зниженні питомої ваги фінансових інструментів консервативної його частини. І, навпаки, при прогнозованій несприятливій динаміці ринкової вартості фінансових інструментів спекулятивної частини портфелю їх частка відповідно знижується. Підпорядкування реструктуризації портфелю прогнозованої динаміки ринкової вартості спекулятивних видів фінансових інструментів відображає ідеологію активного підходу до його управління.

Реструктуризація портфелю за конкретними різновидами фінансових інструментів інвестування капіталу. Методи такої реструктуризації портфелю визначаються принциповими підходами до його управління.

При пасивному підході до оперативного управління портфелем основна увага приділяється забезпеченню глибокої диверсифікації в межах окремих видів фінансових інструментів. Одним з методів, характерних для цього підходу до управління, є імунізація портфелю, спрямована на зменшення відсоткового ризику за борговими цінними паперами. Суть цього методу полягає в підборі до портфелю (в процесі ротації окремих його фінансових інструментів) боргових цінних паперів з періодом обігу, в межах якого відсоткова ставка на фінансовому ринку прогнозується незмінною. При активному підході до оперативного управління портфелем основна увага приділяється пошуку та придбанню недооцінених фінансових інструментів інвестування. Цей підхід використовує «Метод Грехема» – інвестиційну теорію, яка стверджує, що найбільш ефективною стратегією управління є формування портфелю за рахунок таких фондових інструментів, ринкові ціни на які нижчі від їх реальної внутрішньої вартості (обчисленої на основі оцінки вартості чистих активів компанії). Цей метод характеризують як ідеологію активного управління портфелем, орієнтовану на вартість.

Визначення часу здійснення угод з реструктуризації портфелю фінансових інвестицій. Будь-яка реструктуризація портфелю супроводжується продажем одних фінансових інструментів і придбанням інших. Принцип визначення часу здійснення таких угод (відомий як золоте правило інвестування) укладено у формулі «купуй дешево, продавай дорого». Реалізація цього принципу на практиці пов'язана з прогнозуванням короткострокових кон'юнктурних циклів (на основі методів технічного аналізу) і визначенням точки перелому кон'юнктурної тенденції (перехід від «ринку биків» до «ринку ведмедів» і навпаки).

Обґрунтування альтернативних наказів брокеру на укладання угод, що забезпечують реструктуризацію портфелю. Одним із завдань, що стоять перед оперативним управлінням портфелем фінансових інструментів, є забезпечення мінімізації поточних витрат на здійснення його реструктуризації. Основу складають витрати з брокерського обслуговування угод. Від виду наказів брокеру багато в чому залежать терміни та обсяги поточних витрат по здійсненню таких угод, а в кінцевому підсумку – ефективність оперативного управління сформованим портфелем фінансових інвестицій.

Розрізняють два основних типи наказів брокеру на укладення угод, що забезпечують реструктуризацію портфелю – ринковий і лімітний.

Ринковий наказ визначає завдання брокеру купити або продати відповідний фінансовий інструмент за найкращою ціною, яка визначається поточною кон'юнктурою фондового ринку. У реальній практиці це означає, що придбання відповідного фінансового інструменту має бути здійснено за найменшою ціною пропозиції, а продаж – за найвищою ціною попиту. Одним з варіантів ринкового наказу є так званий “стоп-наказ”, який встановлює граничні значення ринкового наказу на покупку або продаж фінансового інструменту. Ринковий наказ забезпечує оперативну реструктуризацію портфелю в тих випадках, коли інвестор очікує перелом кон'юнктурної тенденції.

Лімітний наказ визначає завдання брокеру купити або продати відповідний фінансовий інструмент за строго лімітованою ціною (мінімальною ціною продажу або максимальною ціною купівлі) і в лімітований проміжок часу. Наказ, чинний протягом тривалого періоду (відкритий наказ) дозволяє здійснювати реструктуризацію портфелю з більш високим рівнем ефективності. Лімітний наказ використовується в тих випадках, коли принципове рішення про покупку або продаж фінансового інструменту не супроводжується очікуванням в найближчому періоді переломом кон'юнктурної тенденції.

Складність оперативного управління портфелем фінансових інвестицій визначає необхідність широкого використання в цьому процесі сучасних комп'ютерних технологій. Програмні продукти, пов'язані з використанням таких технологій, повинні забезпечувати моніторинг основних параметрів окремих фінансових інструментів і портфелю фінансових інвестицій загалом, визначати напрями та терміни реструктуризації портфелю за основними видами та різновидами фінансових інструментів, формувати найбільш ефективні альтернативні проекти наказів брокеру на здійснення необхідних угод. Програмне оперативне управління портфелем фінансових інвестицій (відоме під терміном «програмна торгівля») отримало широке поширення в країнах з розвинутою ринковою економікою, де в цих цілях розроблені численні види спеціальних програм.

Питання для самоконтролю

1. Що таке портфель фінансових інвестицій підприємства?
2. Назвіть типи портфелів фінансових інвестицій.
3. Що таке управління портфелем фінансових інвестицій?
4. Назвіть і охарактеризуйте етапи формування портфелю фінансових інвестицій підприємства.

5. Розкрийте сутність оперативного управління реструктуризацією портфелю фінансових інвестицій підприємства.
6. Що таке портфель доходу та портфель росту?
7. Охарактеризуйте особливості відбору інструментів інвестування до портфелю фінансових інвестицій: акцій, облігацій, ощадних сертифікатів та ін.
8. Охарактеризуйте методичні підходи до мінімізації ризиків портфелю.
9. Охарактеризуйте основні методичні підходи до оцінки сформованого портфелю інвестицій підприємства за критеріями дохідності, ризику та ліквідності.
10. Назвіть основні фактори, що впливають на зниження ефективності фінансових інвестицій, методи оцінки їх впливу.

ПЕРЕЛІК КОНТРОЛЬНИХ ПИТАНЬ

1. Поняття інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства.
2. Класифікація інвестицій підприємства.
3. Сучасні форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств в Україні.
4. Суб'єкти інвестування, їх основні типи.
5. Поняття інвестиційного менеджменту як професійної діяльності і наукового напрямку.
6. Концепція оцінки вартості грошей у часі під час здійснення інвестиційної діяльності підприємства.
7. Методичний інструментарій визначення майбутньої і теперішньої вартості чистого грошового потоку від інвестиційної діяльності.
8. Інфляція та її вплив на результати інвестиційної діяльності.
9. Поняття інвестиційних ризиків.
10. Класифікація інвестиційних ризиків за окремими ознаками.
11. Методичний інструментарій кількісної оцінки рівня інвестиційних ризиків.
12. Премія за ризик та методи її розрахунку.
13. Модель оцінки капітальних активів, основні допущення щодо її використання.
14. Поняття ліквідності інвестицій. Класифікація інвестицій підприємства за рівнем ліквідності.
15. Поняття інвестиційного ринку. Класифікація видів та сегментів інвестиційного ринку.
16. Методи поточного спостереження кон'юнктури інвестиційного ринку.
17. Поняття моніторингу інвестиційного ринку та принципи його організації на підприємстві.
18. Методи аналізу поточної кон'юнктури інвестиційного ринку.
19. Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку; основні етапи та методи його здійснення.
20. Поняття інвестиційної привабливості галузей економіки. Методичні засади дослідження інвестиційної привабливості окремих галузей економіки.
21. Поняття інвестиційної привабливості регіонів. Методичні засади дослідження інвестиційної привабливості окремих регіонів.

22. Поняття інвестиційної привабливості окремих підприємств. Методичні засади дослідження інвестиційної привабливості окремих підприємств.
23. Поняття інвестиційної стратегії підприємства.
24. Основні етапи процесу формування інвестиційної стратегії підприємства.
25. Оцінка інвестиційної стратегії підприємства.
26. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства, класифікація, форми залучення.
27. Методичні засади розробки політики формування інвестиційних ресурсів підприємства.
28. Визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах.
29. Сучасні методи фінансування окремих інвестиційних проектів і програм.
30. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів за формами залучення і видами.
31. Поняття вартості інвестиційних ресурсів.
32. Характеристика основних форм реальних інвестицій підприємства.
33. Методичні засади управління реальними інвестиціями підприємства.
34. Основні етапи процесу управління реальними інвестиціями на підприємстві.
35. Бізнес-план реального інвестиційного проекту, методичні засади його розробки.
36. Календарний план реалізації реального інвестиційного проекту та порядок його розробки.
37. Бюджет реального інвестиційного проекту, його види.
38. Побудова системи моніторингу реалізації реальних інвестиційних програм і проектів.
39. Методичні підходи оцінки й відбору реальних інвестицій.
40. Методи оцінки ефективності проектів реальних інвестицій.
41. Управління інвестиційними ризиками.
42. Методи оцінки одиничних ризиків проектів реальних інвестицій.
43. Поняття програми реальних інвестицій та принципи її формування.
44. Основні етапи формування програми реальних інвестицій на підприємстві.
45. Методичні підходи до відбору реальних інвестиційних проектів, що можуть включатися до програми реальних інвестицій підприємства.
46. Критерії відбору до програми реальних інвестиційних проектів.

47. Поняття інноваційних інвестицій підприємства та характеристика їх основних форм.
48. Обґрунтування основних напрямів інноваційної діяльності підприємства і потреби в інноваційних інвестиціях у плановому періоді.
49. Цілі та умови здійснення фінансових інвестицій.
50. Методичні засади управління фінансовими інвестиціями підприємства.
51. Основні етапи процесу розробки політики управління фінансовими інвестиціями на підприємстві.
52. Принципи й методи оцінки інвестиційної привабливості фінансових інструментів.
53. Характеристика основних інструментів інвестування фондового ринку України.
54. Характеристика основних інструментів інвестування грошового ринку України.
55. Мета і завдання управління формуванням портфелю фінансових інвестицій підприємства.
56. Типи портфелів фінансових інвестицій, їх характеристика.
57. Принципи і послідовність здійснення процесу формування портфелю фінансових інвестицій підприємства.
58. Особливості відбору інструментів інвестування до портфелю фінансових інвестицій: акцій, облігацій, ощадних сертифікатів та ін.
59. Методичні підходи до мінімізації ризиків портфелю.
60. Основні фактори, що впливають на зниження ефективності фінансових інвестицій, методи оцінки їх впливу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента : в 2 т. / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2004. – 265 с.
2. Бланк І. О. Інвестиційний менеджмент : підручник / І. О. Бланк, Н. М. Гуляєва. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2010. – 398 с.
3. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз : Навч. посіб. / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. – К. : Центр учбової літератури, 2011. – 400 с.
4. Гончаров А. Б. Інвестування / А. Б. Гончаров. – Х. : Видавничий Дім 'ІНЖЕК', 2008. – 336 с.
5. Гриньова В. М. Інвестування : підручник / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда. – К. : Знання, 2008. – 458 с.
6. Гутова А. В. Управление денежными потоками: теоретические аспекты / А. В. Гутова // Финансовый менеджмент – 2004. – № 4. – С. 112–119.
7. Данілов О. Д. Інвестування : Навчальний посібник / О. Д. Данілов, Г. М. Івашина, О. Г. Чумаченко. – 2001 – 364 с.
8. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування. Навчальний посібник / А. П. Дука. – К. : Каравела, 2008. – 432 с.
9. Загородній А. Г. Менеджмент реальних інвестицій : Навч. Посібник / А. Г. Загородній, Ю. І. Стадницький. – К. : Знання, 2000. – 210 с.
10. Інвестиційний менеджмент (в прикладах і завданнях) : навч. посібник / С. О. Погасій, О. В. Познякова, Ю. В. Поручник. – К. : Кондор, 2006. – 398 с.
11. Костюкевич Р. М. Інвестиційний менеджмент : навчальний посібник / Р. М. Костюкевич. – Рівне : НУВГП, 2011. – 270 с.
12. Ліпич Л. Г. Інвестиційний менеджмент. Конспект лекцій. / Л. Г. Ліпич. – Луцьк : СНУ імені Лесі Українки, 2012. – 262 с.
13. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : підруч. [для студ. вищ. навн. закл.] / Т. В. Майорова. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.
14. Пересада А. Управління інвестиційним процесом / А. Пересада. – К. : Лібра, 2002. – 472 с.
15. Плотін Я. Д. Інвестиційний менеджмент : Конспект лекцій для студентів факультету економіки та менеджменту / Я. Д. Плотін. – Львів : ДУЛП, 1996. – 53 с.
16. Поддєрьогін А. М. Фінансовий менеджмент / А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 535 с.
17. Правик Ю. М. Інвестиційний менеджмент [Текст] : навчальний посібник / Ю. М. Правик. – К. : Знання, 2007. – 431 с.

18. Рясних Е. Г. Основи фінансового менеджменту : навч. посіб. / Е. Г. Рясних. – К. : Академвидав, 2010. – 336 с.
19. Садловська І. П. Інвестиційний менеджмент : навч. посібник / І. П. Садловська. – К. : Кондор, 2011. – 212 с.
20. Сазонець І. Л. Інвестування : підручник / І. Л. Сазонець, В. А. Федорова. – К. : Центр учбової літератури, 2011. – 312 с.
21. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2006. – 554 с.
22. Федоренко В. Г. Інвестиційний менеджмент : Навч. Посібник / В. Г. Федоренко. – 2-ге вид. – К. : МАУП, 2001. – 280 с.
23. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: навч. посіб. – К. : Знання-Прес, 2003. – 622 с.
24. Шелудько В. М. Фінансовий менеджмент : підручник / В. М. Шелудько; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – 2-ге вид., стер. – К. : Знання, 2013. – 375 с.

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

Черчик Лариса Миколаївна

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Конспект лекцій

Друкується в авторській редакції

Підп. до друку __.__. 2023 р. Формат А4. Папір офс.

Гарн. Таймс. Ум. друк. арк. 9,2 обл. вид. арк.

Тираж 50 прим. зам.