

1168

Ю.М. ПРАВИК

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

*Рекомендовано
Міністерством освіти і науки України*

40088

ПРИВАТНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
"ЄВРОПЕЙСЬКИЙ УНІВЕРСИТЕТ"
"БІБЛ / ЕКА"

Київ
"Знання"

2007

УДК 330.322(057.8)

ББК 65.05я73

П68

Рекомендовано Міністерством освіти і науки України (лист № 1.4/18-Г-176 від 24 січня 2007 р.)

Рецензенти:

А.В. Войчак — доктор економічних наук, професор, ректор Міжнародного християнського університету;

Н.В. Куденко — доктор економічних наук, професор кафедри маркетингу Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана;

В.М. Загорulyко — доктор економічних наук, професор кафедри маркетингу та ресурсозабезпечення Інституту економіки та менеджменту Національного авіаційного університету

Правик Ю.М.

П68 Інвестиційний менеджмент: Навч. посіб. — К.: Знання, 2007. — 431 с. — (Вища освіта ХХІ століття).

ISBN 966-346-297-3

У навчальному посібнику розглядаються теоретичні та методичні основи інвестиційного менеджменту, організація інвестиційної діяльності підприємств і фінансово-кредитних установ, обґрунтування доцільності інвестування, механізм функціонування інвестиційного ринку, управління інвестиційним процесом, проектування інвестицій, моніторинг реалізації інвестиційного проекту. До кожної теми подано завдання для практичних занять, самостійної роботи, контрольні запитання і завдання, термінологічний словник ключових понять. У кінці посібника наведено список рекомендованої літератури і розгорнуту програму дисципліни.

Для студентів економічних спеціальностей за напрямками підготовки "Менеджмент" та "Економіка і підприємництво", які навчаються за програмою освітньо-кваліфікаційного рівня "бакалавр". Книга буде корисною також викладачам економічних дисциплін, економістам-практикам.

УДК 330.322(057.8)

ББК 65.05я73

ISBN 966-346-297-3

© Ю.М. Правик, 2007

© Видавництво "Знання", 2007

ЗМІСТ

Передмова	9
МОДУЛЬ 1. ІНВЕСТИЦІЙНА СТРАТЕГІЯ ФІРМИ	14
Тема 1. СУТНІСТЬ, МЕТА ТА ФУНКЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ	14
1.1. Основні функції інвестицій	15
1.2. Масштаби і тенденції іноземного інвестування	21
1.3. Характеристика видів інвестицій відповідно до класифікаційних ознак	29
1.4. Суб'єкти та об'єкти інвестиційної діяльності підприємства. Законодавче забезпечення інвестиційної діяльності в Україні	31
1.5. Сутність та функції інвестиційного менеджменту ...	37
Тема 2. МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ	45
2.1. Організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту	46
2.2. Інвестиційний аналіз	51

2.3. Інвестиційне планування	62
2.4. Стратегічні напрямки залучення і використання інвестицій	67
2.5. Грошові потоки в інвестуванні	77
Тема 3. ОЦІНКА ТА ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ	83
3.1. Інвестиційний ринок. Його суть, види, інфраструктура	84
3.2. Галузеві і територіальні угруповання, асоціації, концерни, промислово-фінансові групи, холдинги	90
3.3. Кон'юнктура інвестиційного ринку	91
3.4. Ринок інвестицій та інвестиційних товарів	93
3.5. Інвестиції в основний і обіговий капітал та основні фонди	96
3.6. Регулювання інвестиційних потоків	99
Тема 4. РОЗРОБЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА	118
4.1. Значення, завдання, умови і методи реалізації інвестиційної стратегії	119
4.2. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності	122
4.3. Роль інвестиційної стратегії в розвитку підприємства	132
4.4. Принципи та основні етапи розробки інвестиційної стратегії	140
Тема 5. СТРАТЕГІЯ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА	155
5.1. Джерела інвестиційних ресурсів	156
5.2. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів	159
5.3. Ринок фінансових інструментів	162
5.4. Учасники фінансового ринку	169
5.5. Оцінка ефективності інвестицій у фінансові інструменти	173
5.6. Визначення засад активності інвестиційної діяльності в Україні	179

**МОДУЛЬ 2. ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ
РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА 192****Тема 6. ПІДГОТОВКА РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ
ПРОЕКТІВ ПІДПРИЄМСТВА 192**

- 6.1. Інвестиційний проект: зміст, етапи розробки і реалізації 193
- 6.2. Техніко-економічне обґрунтування проекту 198
- 6.3. Розробка інвестиційного плану. Оцінка витрат 201
- 6.4. Оцінка інвестиційних проектів 206
- 6.5. Динаміка розвитку міжнародних інвестиційних процесів 216

**Тема 7. ПРАВИЛА ПРИЙНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ
РІШЕНЬ 231**

- 7.1. Обґрунтування поняття прийняття інвестиційних рішень 232
- 7.2. Методологія прийняття інвестиційних рішень 241
- 7.3. Управління реалізацією проекту 244
- 7.4. Інвестиційне планування 246
- 7.5. Інвестиційний контроль 249
- 7.6. Проблеми інвестування в Україні 252
- 7.7. Шляхи та проблеми залучення іноземних інвестицій (на прикладі Western nis Enterprise Fund) ... 286

**Тема 8. ТЕОРІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ІНВЕСТИЦІЙ-
НОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ 295**

- 8.1. Ринок цінних паперів. Структура та учасники ринку цінних паперів 297
- 8.2. Формування портфеля цінних паперів 302
- 8.3. Похідні цінні папери (деривативи), їх види і характеристика 308
- 8.4. Оцінка ефективності вкладення інвестицій у різні види цінних паперів 310
- 8.5. Аналіз і коректування відсоткових ставок 315
- 8.6. Ринкова вартість цінних паперів 318

Тема 9. НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ І РИЗИК В ІНВЕСТИ-	
ЦІЙНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ	330
9.1. Поняття невизначеності і ризику	331
9.2. Стратегії зменшення ступеня ризику	340
9.3. Врахування ризиків при обґрунтуванні	
ризикової премії	344
9.4. Концепція і методологічний інструментарій	
оцінювання фактора ризику	351
Тема 10. РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ	
В УКРАЇНІ	362
10.1. Поняття та історія виникнення венчурного	
бізнесу	363
10.2. Роль, умови та етапи венчурного фінансування ...	365
10.3. Організаційні форми венчурного	
підприємництва	377
10.4. Можливості венчурного інвестування	
в Україні	385
10.5. Основні організаційні форми венчурного	
фінансування в Україні	389
10.6. Проблеми та перспективи розвитку	
венчурного бізнесу в Україні	398
Післямова	413
Перелік питань, що охоплюють зміст робочої програми	
дисципліни	415
Особливості планування та організації навчального	
процесу з дисципліни “Інвестиційний менеджмент”	
за кредитно-модульною системою	422
Розгорнута програма дисципліни “Інвестиційний	
менеджмент”	425
Рекомендована література	428

ПЕРЕДМОВА

Проблеми інвестицій в економіку завжди займали одне з центральних місць в економічній науці. Інвестування є базовим процесом розширеного відтворення та вирішення сучасних проблем вітчизняної економіки, що у свою чергу впливає на соціально-політичний стан країни. Активізація інвестиційної діяльності, збільшення обсягів інвестування та їх ефективне використання є головною передумовою економічного зростання України, одним із вирішальних факторів успішного реформування її народного господарства.

У світовій практиці під категорією “інвестиція” розуміють “використання майна для отримання грошей”. Це визначення має економічний характер і включає надзвичайно широке коло відносин.

Правового значення категорія “інвестиція”, а точніше “інвестування”, набуває тоді, коли законодавець, що змушений врегулювати певні відносини, визначаючи цю категорію, переслідує суто прагматичну мету — належним чином встановити коло правовідносин, які підлягають регулюванню відповідним правовим актом.

Відповідно до норм чинного законодавства України інвестиції відображають всі види майнових та інтелектуальних цінно-

стей, що вкладаються в об'єкти підприємницької, а також інші види діяльності, в результаті якої формується прибуток або досягається соціальний ефект. Державні інвестиції можуть здійснюватися і з метою регулювання розвитку економіки.

Інвестиції забезпечують динамічний розвиток підприємства і дають змогу вирішувати такі завдання, як розширення власної підприємницької діяльності за рахунок нагромадження фінансових і матеріальних ресурсів; придбання нових підприємств; диверсифікованість діяльності внаслідок освоєння нових сфер бізнесу.

Характерними рисами ринкової економіки є динамічність економічного середовища, постійна зміна зовнішніх факторів, що визначають політику підприємства, зміна конкурентних цін на продукцію, коливання курсів валют, інфляційне знецінювання засобів суб'єкта, що хазяює, поява конкурентів, що надають продукцію, ідентичну чи переважаючу за якістю іншу продукцію. Для підтримки конкурентоспроможності підприємства і його часток ринку збуту підприємству постійно необхідно проводити реконструкцію виробничих потужностей, відновлення наявної матеріально-технічної бази, нарощування обсягів виробничої діяльності, освоєння нових видів діяльності.

Для проведення реконструкції старого і покупки нового обладнання підприємству необхідне велике вкладення грошей, що, найчастіше, недоступно внаслідок відсутності вільних коштів. Для залучення необхідних засобів підприємство має проводити інвестиційну політику.

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

Інвестиційна діяльність тією чи іншою мірою характерна будь-якому підприємству. При великому виборі видів інвестицій підприємство постійно зіштовхується з завданням вибору інвестиційного рішення. Ухвалення інвестиційного рішення не можливе без обліку таких факторів: вид інвестиції, вартість інвестиційного проекту, множинність доступних проектів, обме-

женість фінансових ресурсів, доступних для інвестування, ризик, пов'язаний із прийняттям того чи іншого рішення й ін.

Ступінь відповідальності за прийняття інвестиційного проєкту в рамках того чи іншого напрямку різний. Так, якщо йдеться про заміщення наявних виробничих потужностей, рішення може бути прийняте досить безболісно, оскільки керівництво підприємства чітко уявляє собі, у якому обсязі і з якими характеристиками необхідні нові основні засоби. Завдання ускладнюється, якщо йдеться про інвестиції, пов'язані з розширенням основної діяльності, оскільки в цьому випадку необхідно врахувати цілу низку нових факторів: можливість зміни становища фірми на ринку товарів, доступність додаткових обсягів матеріальних, трудових і фінансових ресурсів, можливість освоєння нових ринків та ін.

В умовах ринкової економіки можливостей для інвестування досить багато. Однак дуже істотний фактор ризику. Інвестиційна діяльність завжди здійснюється в умовах невизначеності, ступінь якої може значно варіювати. Так, у момент придбання нових основних засобів ніколи не можна точно передбачити економічний ефект цієї операції. Тому нерідко рішення приймаються на інтуїтивній основі.

В Україні внаслідок невизначеності і запутаності законів, що регулюють інвестиційну діяльність підприємства, можливість і реальність інвестицій у реальний сектор економіки надто обмежена, хоча і у світовій практиці розроблено цілу низку інвестиційних засобів підприємства.

Держава, створюючи сприятливі умови для діяльності інвесторів, систему яких більшість дослідників характеризує як інвестиційний клімат, очікує відповідної реакції з боку інвесторів, а саме — вкладення капіталу в економіку цієї держави.

У разі залучення іноземних інвестицій важливе значення має результат економічної і соціальної діяльності, а також внутрішньої і зовнішньої політики держави. Адже саме це визначає умови і наміри залученого інвестора в економіку країни та впливає на рівень його прибутку.

Головним завданням посібника є виствітлення аналізу взаємозв'язаних факторів та їх регулювання для встановлення засад активності інвестиційної діяльності в Україні. Адже на су-

часному етапі економічних перетворень необхідною умовою ефективності інвестиційної діяльності в Україні є відродження фінансово-кредитних та інвестиційних ринків, а економічного піднесення та активності інвестиційної діяльності можна досягти шляхом створення ринку капіталів.

Отже, *завданнями посібника є*: розкриття етапів формування інвестиційної стратегії компанії, сутності моніторингу інвестиційного процесу, його безпосереднього взаємозв'язку з макроекономічним регулюванням інвестиційного процесу в державі, передумов існування інвестиційного ризику, механізму функціонування інвестиційного ризику; обґрунтування шляхів активізації інвестування в Україні.

Метою вивчення дисципліни “Інвестиційний менеджмент” є:

- формування комплексу прикладних навичок ефективного управління інвестиційними процесами на фірмі;
- формування вмінь обґрунтування управлінських рішень щодо ефективного використання інвестиційних ресурсів;
- здобуття навичок експертизи й оцінки доцільності інвестування;
- набуття вмінь прийняття управлінських рішень щодо отримання заданих параметрів інвестування.

Метою викладання дисципліни є надання студентам глибоких теоретичних знань із питань управління інвестиційними процесами, розкриття сутності та механізму інвестування; формування теоретичної та методологічної бази, необхідної для оволодіння практикою використання фінансових інструментів для залучення інвестицій; вироблення вміння оцінювати та аналізувати інвестиційну політику, що проводиться в країні, інвестиційні портфелі та інвестиційні проекти.

Предмет дисципліни включає особливості регулювання й управління інвестиційними процесами на макро- та мікрорівнях; закономірності, процеси та інструменти управління інвестиційною діяльністю сучасної фірми.

Завданням навчальної дисципліни є:

- ознайомлення студентів із новітньою теорією та сучасною практикою інвестиційної діяльності підприємства, що забезпечує його стабільне функціонування й розвиток;
- набуття студентами навичок аналізу інвестиційних процесів на підприємствах;
- формування вмінь самостійної розробки та прийняття управлінських рішень, які забезпечують підвищення ефективності інвестиційної діяльності фірми;
- розвиток у студентів дослідницьких та організаторських здібностей щодо формування інвестиційних проєктів суб'єктів господарювання.

Загальною спрямованістю навчальної дисципліни є вивчення теоретичних основ і принципів побудови інвестиційної діяльності, її переваг та недоліків, можливостей, які вона відкриває для ринкового суб'єкта, вивчення основних сутнісних ознак інвестиційної діяльності на нинішньому етапі (в умовах глобалізації та зближення ринків), дослідження аналізу міжнародного інвестування у світовому господарстві, вивчення теоретичних проблем інвестування, дослідження еволюції теорій міжнародного руху капіталу як основи інвестиційної діяльності.

МОДУЛЬ 1

ІНВЕСТИЦІЙНА СТРАТЕГІЯ ФІРМИ

Тема 1

СУТНІСТЬ, МЕТА ТА ФУНКЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

- 1.1. *Основні функції інвестицій.*
- 1.2. *Масштаби і тенденції іноземного інвестування.*
- 1.3. *Характеристика видів інвестицій відповідно до класифікаційних ознак.*
- 1.4. *Суб'єкти та об'єкти інвестиційної діяльності підприємства. Законодавче забезпечення інвестиційної діяльності в Україні.*
- 1.5. *Сутність та функції інвестиційного менеджменту.*

Нова інформація не буде формувати реакцію на зміни у зовнішньому середовищі, якщо керівники зі стратегічним і творчим мисленням не будуть докладати певних зусиль, щоб забезпечити визнання актуальності цієї інформації.

I. Ансофф

1.1. ОСНОВНІ ФУНКЦІ ІНВЕСТИЦІЙ

Інвестиції в широкому розумінні — це вкладення різних ресурсів з метою отримання економічного ефекту або іншого запланованого результату (соціального, економічного, політичного та ін.).

Інвестиції — це ключова економічна категорія. Вони відіграють вирішальну роль, як на макро-, так і на мікрорівні.

Так, в макроекономічному масштабі сьогодні інвестиції закладають основи завтрашнього зростання продуктивності праці та більш високого рівня життя населення.

Інвестиції на макрорівні мають забезпечити:

- здійснення політики розширеного відтворення та прискорення науково-технічного прогресу;
- реформування галузевої структури суспільного виробництва;
- підвищення якості продукції;
- поліпшення структури зовнішньоторговельних операцій;
- вирішення соціальних та екологічних проблем;
- вирішення проблем обороноздатності країни і т. ін.

На мікроекономічному рівні інвестиції необхідні насамперед для забезпечення функціонування підприємства в майбутньому.

Інвестиції як на макро-, так і на мікрорівні мають забезпечувати:

- зростання ринкової вартості підприємства;
- розширення виробництва;
- запобігання морального та фізичного зносу основних фондів і підвищення технічного рівня виробництва;
- підвищення якості продукції підприємства;
- здійснення заходів з охорони навколишнього середовища;
- досягнення інших цілей підприємства.

В ролі інвестицій можуть виступати:

- 1) кошти (цільові банківські вклади, паї) та цінні папери (акції, облигації та ін.);
- 2) рухоме і нерухоме майно (будівлі, споруди, машини, обладнання, транспортні засоби, обчислювальна техніка та ін.);
- 3) об'єкти авторського права, ліцензії, патенти, ноу-хау, технології, продукти програмного забезпечення та інші інтелектуальні цінності;
- 4) права на користування землею, природними ресурсами, а також іншим майном або майнові права.

Комплекс заходів щодо здійснення інвестиційної діяльності підприємства, прийняття управлінських інвестиційних рішень і контроль за інвестиційною діяльністю є *основними складовими напрямку інвестиційного менеджменту*.

У процесі свого розвитку інвестиційний менеджмент відокремився від фінансового менеджменту, у складі якого він спочатку формувався. З фінансовим менеджментом інвестиційний пов'язаний процесом формування інвестиційних ресурсів.

Крім фінансового менеджменту інвестиційний менеджмент пов'язаний із виробничим менеджментом через спільне управління формуванням основних та оборотних коштів, а також із менеджментом персоналу через здійснення інтелектуальних інвестицій у робітників підприємства.

Інвестиційний менеджмент органічно входить до загальної системи управління підприємством чи фірмою і посідає значуще місце в процесі управління і прийняття управлінських рішень щодо розвитку підприємства.

Основна мета інвестиційного менеджменту — найефективніше здійснення інвестиційної стратегії підприємства протягом усього бізнес-процесу.

Основними принципами інвестиційного менеджменту є:

- взаємозв'язок із загальною та окремими системами управління на підприємстві;
- спрямованість дій щодо досягнення інвестиційних цілей;
- спрямованість інвестування залежно від об'єктів інвестування;
- поєднання усіх елементів стратегічно-інвестиційного процесу з елементами інвестиційного менеджменту;
- виконання основних функцій менеджменту (планування, організація, регулювання, контроль) в процесі інвестиційного управління;
- розробка методів і засобів інвестиційного менеджменту з урахуванням підвищення ефективності виробництва, збільшення дохідної частини діяльності, зменшення ризиків та досягнення соціального ефекту.

З метою більш детального вивчення змісту інвестицій їх класифікують за певними ознаками.

Класифікація інвестицій виконує не стільки теоретичні завдання, скільки практичні. Вона дає змогу відповісти на декілька питань:

1. Які інвестиційні пріоритети підприємства?
2. Яке співвідношення між обсягами інвестицій, що спрямовані на різноманітні цілі, і чи є вони оптимальними?
3. Чи збігаються тенденції інвестиційної політики підприємства зі стратегічними планами?
4. Які проблеми мають бути вирішені за допомогою інвестицій?
5. Які методи використовувати для оцінки інвестиційних проектів?
6. Наскільки ефективна інвестиційна політика?

Іншими словами, *класифікація виступає одним з інструментів аналізу, планування і контролю інвестицій.*

В основі будь-якої класифікації інвестицій лежить об'єкт вкладення.

Основним джерелом інвестування на державному рівні є національний дохід, за рахунок якого формується фонд накопичення, що умовно поділяється на фонд відшкодування і фонд відновлення. За рахунок цих фондів формуються валові і чисті інвестиційні ресурси.

88004

Валові інвестиції (ВІ) — це загальний обсяг інвестованих коштів у певний період, спрямований на їх відтворення.

Джерелом чистих інвестицій (ЧІ) є фонд відтворення, за рахунок якого формуються нові виробничі фонди. Вони менші за валові на розмір коштів, що спрямовуються з фонду відшкодування у вигляді амортизаційних відрахувань (A).

Динаміка показника чистих інвестицій відбиває характер економічного розвитку країни на тому чи іншому етапі, тому що чисті інвестиції є вкладенням коштів у знову створені виробничі фонди і оновлений виробничий апарат. При цьому можливе виникнення таких макроекономічних пропорцій:

а) $ЧІ = 0$ або $A > ВІ$, що призводить до зниження виробничого потенціалу, зменшення обсягів продукції і послуг, погіршення стану економіки;

б) $ЧІ = 0$ або $A = ВІ$, що засвідчує відсутність економічного зростання;

в) $ЧІ > 0$ або $A < ВІ$, що забезпечує розширення відтворення, економічне зростання за рахунок зростання доходів, темпи якого перевищують темпи зростання обсягу чистих інвестицій.

Економічна діяльність окремих суб'єктів господарювання та країни в цілому значною мірою характеризується обсягом здійснюваних інвестицій.

Терміни інвестиції, інвестування, інвестиційний процес, інвестиційна діяльність, інвестиційна політика стали вживатись у нашій країні порівняно недавно. Тому поняття та сутність цих термінів в українській економічній літературі все ще трактуються по-різному. Так, наприклад, поняття “інвестиції” отожднюється з капітальними вкладеннями, “інвестиційна діяльність” з інвестуванням, хоча ці поняття за своєю суттю та економічним змістом не однозначні.

Термін “інвестиції” походить від латинського слова *invest*, що означає вкладення коштів. У більш широкому значенні інвестиції є вкладенням капіталу з метою подальшого його збільшення. Інвестиції мають фінансове та економічне визначення.

За фінансовим визначенням, *інвестиції* — це всі види активів (коштів), що вкладаються в господарську діяльність з метою отримання доходу. Економічне визначення інвестицій можна сформулювати так: інвестиції — це видатки на створення, розширення, реконструкцію та технічне переозброєння основ-

ного капіталу, а також на пов'язані із цим зміни оборотного капіталу, оскільки зміни у товарно-матеріальних запасах здебільшого залежать від руху видатків на основний капітал.

Інвестиції в об'єкти підприємницької діяльності здійснюються в різних формах. З метою обліку, аналізу та планування інвестиції класифікуються за різними ознаками.

За *об'єктами вкладень* виділяються *реальні* та *фінансові* інвестиції.

Під *реальними інвестиціями* розуміють вкладення коштів у реальні активи — як матеріальні, так і нематеріальні (іноді вкладення коштів у нематеріальні активи, пов'язані з науково-технічним прогресом, характеризуються як інноваційні інвестиції).

Під *фінансовими інвестиціями* розуміють вкладення коштів у різні фінансові активи, серед яких найбільш значущу частку посідають вкладення коштів у цінні папери.

За *характером участі в інвестуванні* виділяються *прямі* та *непрямі* інвестиції.

Під *прямими інвестиціями* розуміється безпосереднє вкладення коштів інвестором в об'єкти інвестування.

Під *непрямими інвестиціями* розуміється інвестування, опосередковане іншими особами (інвестиційними або фінансовими посередниками).

За *періодом інвестування* розрізняють *короткострокові* та *довгострокові* інвестиції.

Під *короткостроковими інвестиціями* розуміють зазвичай вкладення капіталу на період, не більше одного року (наприклад, короткострокові депозитні внески, купівля короткострокових ощадних сертифікатів і т. ін.).

Під *довгостроковими інвестиціями* розуміють вкладення капіталу на період більше одного року.

У практиці великих інвестиційних компаній довгострокові інвестиції деталізуються таким чином:

- до 2 років;
- від 2 до 3 років;
- від 3 до 5 років;
- понад 5 років.

За *формами власності інвесторів* розрізняють інвестиції *приватні* (акціонерні), *державні*, *іноземні* та *спільні*.

За *регіональною ознакою* виділяють інвестиції *всередині країни* та *за кордоном*.

Під *внутрішніми інвестиціями* розуміють вкладення коштів у об'єкти інвестування, розміщені в межах певної країни.

Під *інвестиціями за кордоном (іноземні інвестиції)* розуміють вкладення коштів у об'єкти інвестування, розміщені за межами певної країни.

Інвестиції виражають усі види майнових та інтелектуальних цінностей, якікладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої формується прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Державні інвестиції можуть здійснюватись і з метою регулювання розвитку економіки.

Основними цінностями інвестицій є:

- рухоме та нерухоме майно (будівлі, споруди, обладнання та інші матеріальні цінності);
- кошти, цільові банківські внески, кредити, акції та інші цінні папери;
- майнові права, похідні від авторського права — ліцензії, ноу-хау, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- право користування землею та іншими природними ресурсами, а також інші майнові права.

За обсягом та значущістю капітальні вкладення є основною складовою інвестицій, у нашій країні на них припадає близько 85 % усіх інвестицій.

Головними етапами інвестування є:

- перетворення ресурсів у капітальні вкладення (витрати), тобто процес спрямування інвестицій у конкретні об'єкти інвестиційної діяльності (власне інвестування);
- перетворення вкладених коштів у приріст капітальної вартості, що характеризує кінцеве перетворення інвестицій та отримання нової споживчої вартості;
- приріст капітальних вартостей у формі доходу або соціального ефекту, тобто кінцева мета інвестиційної діяльності.

Коли початковий та кінцевий ланцюжки замикаються, утворюється новий взаємозв'язок: *прибуток — ресурси*, тобто процес нагромадження повторюється. При цьому слід мати на увазі, що процес нагромадження грошових ресурсів, не входячи в інвестиційну діяльність, є його необхідною передумовою. Отже, інве-

стиційна діяльність як процес є основою індивідуального кругообігу інвестицій на підприємстві. *Інвестиційний цикл* (період) містить один оборот інвестицій, тобто рух вартості, авансованої у капітальне майно від моменту акумуляції коштів до моменту їх відшкодування. Держава стимулює інвестиційну діяльність підприємств шляхом надання їм податково-амортизаційних преференцій (пільг з оподаткування прибутку або пільгових норм амортизації).

1.2. МАСШТАБИ І ТЕНДЕНЦІЇ ІНОЗЕМНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Світовий досвід свідчить, що країни з перехідними економіками не в змозі вийти з економічної кризи без залучення та ефективного використання іноземних інвестицій. Акумулюючи підприємницький, державний та змішаний капітал, забезпечуючи доступ до сучасних технологій та менеджменту, іноземні інвестиції не тільки сприяють формуванню національних інвестиційних ринків, але й динамізують інші факторні ринки та ринки товарів і послуг. Крім того, іноземні інвестиції, як правило, сприяють заходам макроекономічної стабілізації, дають змогу вирішувати окремі соціальні проблеми трансформаційного періоду. Зрозуміло, що іноземне інвестування посідає особливе місце і в структурі зовнішньоекономічних пріоритетів розвитку економіки України.

На сьогодні Україна використовує всі доступні канали зовнішнього фінансування економіки: прямі і портфельні інвестиції, офіційну допомогу розвитку, кредити (МВФ, Світового банку, ЄБРР, державні під гарантію Кабінету Міністрів, приватні).

Основними видами залучення інвестицій є грошові внески, рухоме і нерухоме майно.

Склад іноземних інвесторів в Україні формується за рахунок:

- транснаціональних корпорацій;
- аутсайдерів, що не витримали конкуренції у своїх країнах;

- фірм із обмеженими фінансовими можливостями, які розраховують на швидку віддачу;
- офшорних компаній з українським капіталом.

Географічна структура іноземного інвестування в Україні формується під впливом двох взаємопов'язаних груп факторів. З одного боку, її розвиток визначається глибиною зовнішньоекономічних зв'язків із традиційними партнерами (країни СНД з домінуванням Росії, окремі східноєвропейські та західні країни), а з іншого — потребою диверсифікації міжнародної інвестиційної діяльності.

Тривалий час відносно значними інвесторами української економіки залишаються США, Нідерланди, Німеччина, Великобританія, Росія. 2004 рік став найуспішнішим для України у залученні *прямих іноземних інвестицій (ПІІ)*: чистий приплив ПІІ (з виключенням відпливу) сягнув, за даними Держкомстату, 1186 млн дол. США. Усього протягом 1994—2004 рр. у країну надійшло 6,7 млрд дол., або 140 дол. на одну особу. Однак важливість особистого рекорду країни істотно знижується порівняно із досягненнями інших країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ), які залучили у десятки разів більше інвестицій. Наприклад, за даними МВФ, кумулятивний обсяг чистих ПІІ на одну особу протягом 1990—2003 рр. у Польщі сягнув 1290 дол. США, в Угорщині — 2230, Чехії — 3470, у країнах Прибалтики цей показник перевищив 1000 дол. Навіть серед країн СНД Україна поступається за обсягом залучених ПІІ на одну особу усім, крім Туркменістану, Таджикистану та Росії (останній — лише через великий відплив ПІІ з країни, який сягає 70 % припливу ПІІ; загальний приплив ПІІ на одну особу більш як у півтора раза перевищує український показник).

Така ситуація склалася незважаючи на те, що країна є потенційно привабливою для інвестицій: вона має велику кількість відносно дешевої робочої сили, великий внутрішній ринок і доступ до ринку Росії та інших країн СНД.

Крім того, вагомість успіху знижується і при співвідношенні ПІІ з іншими показниками економічного розвитку: так, у 2003 р. прямі іноземні інвестиції становили лише 2,6 % ВВП і 13,6 % валових інвестицій (табл. 1.1). Такий низький обсяг ПІІ дає підстави стверджувати, що вони мають незначний вплив на економіку України загалом (помітний вплив ПІІ можливий ли-

ше на окремі галузі, в яких висока концентрація підприємств з прямими іноземними інвестиціями, як, наприклад, виробництво цигарок, автомобілебудування та нафтопереробка).

Таблиця 1.1. Прямі іноземні інвестиції в Україні

Вид інвестиційних вкладів	2002	2003	2004	2005
Прямі іноземні інвестиції, млн дол. США	584	604	727	1186
Зміна до попереднього року, %	23,9	3,5	20,3	63,2
Прямі іноземні інвестиції/ВВП, %	1,8	1,4	2,6	...
Прямі іноземні інвестиції/валові інвестиції, %	9,8	7,0	13,6	...
Кумулятивний обсяг прямих іноземних інвестицій, млн дол. США	3866	4469	4745	6658
Кумулятивний обсяг ПІІ на душу населення, дол. США	78,4	91,8	113,8	140,0

Галузева структура ПІІ майже не зазнала змін протягом останніх років. З погляду іноземних інвесторів, найпривабливішими галузями української економіки є оптова торгівля (15,0 % від сукупного обсягу ПІІ на кінець 2004 р.) та харчова промисловість (14,8 %), характерною особливістю яких є, по-перше, швидка окупність інвестицій, по-друге, порівняно невеликий ступінь державного втручання, і, по-третє, орієнтація на кінцевого споживача та наявність ринків збуту (рис. 1.1).

Також відносно значний обсяг ПІІ припадає на машинобудування, транспорт і зв'язок та фінансову діяльність — очевидно, насамперед внаслідок бурхливого розвитку цих галузей протягом останніх років. Натомість ключові експортні галузі (металургія, хімічна промисловість та сільське господарство) є відносно менш привабливими для залучення інвестицій.

Для сільського господарства причини низьких обсягів ПІІ є більш очевидними — у першу чергу, це значне державне втру-

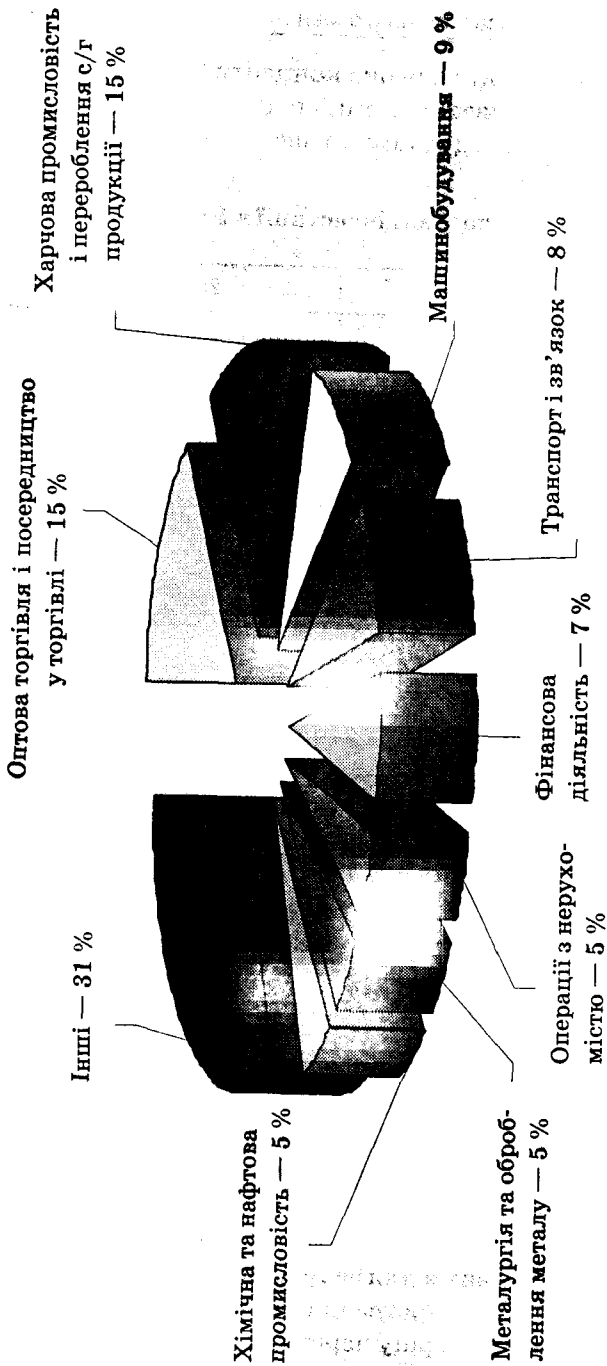


Рис. 1.1. Галузева структура прямих іноземних інвестицій в Україну на 01.01.2006 р.

чання та заборона продажу землі, тому менш ризиковими є інвестиції вже в переробку сільськогосподарської продукції.

Що ж стосується металургії та хімічної промисловості, то тут перешкодою для ПІІ є, у першу чергу, довгостроковість та масштабність необхідних інвестиційних проектів з модернізації технологій, а отже, надто високі ризики отримання прибутків від інвестицій.

Порівняно низький рівень ПІІ в легку і деревообробну промисловість пояснюється широким застосуванням операцій з давальницькою сировиною в цих галузях, які виступають заміниками інвестицій.

Інвестиції в Україну надходять зі 114 країн світу. Найбільші обсяги прямих іноземних інвестицій надійшли від США (16,1 %), Кіпру (11,7 %) та Сполученого Королівства (10,3 %), а частка Росії становить лише 5,7 % за станом на 01.01.2006 р. (табл. 1.2).

Однак офіційна статистика як щодо *географічної структури*, так і власне щодо обсягів ПІІ викликає сумніви (рис. 1.2). З одного боку, значний обсяг ПІІ у статистиці не відображено: насамперед, це стосується російських інвестицій, які є істотно більшими від тих, що вказує Держкомстат (дуже часто інвестиції із РФ маскуються під виглядом внутрішніх інвестицій, як-от у випадку приватизації Миколаївського глиноземного заводу, коли 30 % пакета акцій заводу купила дочірня структура компанії “Русский алюминий” ООО “Український алюміній”).

Таблиця 1.2. Галузева структура ПІІ в Україну на 01.01.2006 р.

Види прямих іноземних інвестицій до народного господарського сектору України	Тис. дол. США	Частка, %
1	2	3
Всього	6 657 558	100,0
Оптова торгівля і посередництво у торгівлі	996 302	15,0
Харчова промисловість та перероблення с/г продуктів	988 275	14,8
Машинобудування	597 269	9,0
Транспорт і зв'язок	524 832	7,9
Фінансова діяльність	490 915	7,4

Продовження табл. 1.2

1	2	3
Операції з нерухомістю	347 891	5,2
Металургія та оброблення металу	338 019	5,1
Хімічна та нафтохімічна промисловість	319 299	4,8
Добувна промисловість	214 015	3,2
Будівництво	195 541	2,9
Виробництво коксу, продуктів нафтоперероблення	186 604	2,8
Готелі і ресторани	183 156	2,8
Сільське господарство, мисливство	179 404	2,7
Целюлозно-паперова промисловість; видавнича справа	131 348	2,0
Охорона здоров'я та соціальна допомога	128 871	1,9
Торгівля транспортними засобами та їх ремонт	104 388	1,6
Легка промисловість	100 616	1,5
Виробництво деревини та виробів з деревини	99 362	1,5
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	82 276	1,2
Роздрібна торгівля побутовими товарами та їх ремонт	74 421	1,1
Інші	114 613	5,6

З іншого боку, існують серйозні підстави вважати, що частина тих інвестицій, що відображаються у статистиці як іноземні, є насправді коштами місцевих бізнесменів, які вводять їх у країну з офшорів на Кіпрі, Віргінських островах тощо. Більше того, свідченням такої гіпотези, є те, що інвестиційний клімат в Україні поки ще не є "теплим", існує "триваючий відплив" капіталу з країни. Отже, вищенаведені дані здійснюються за допомогою таких важелів як використання фальшивого імпорту послуг, шляхом викупу цінних паперів у начебто нерезидентів за ціною, що в десятки разів перевищує номінальну.

НБУ протягом останніх років постійно підвищує жорсткість контролю за операціями із нерезидентами, однак перекрити усі

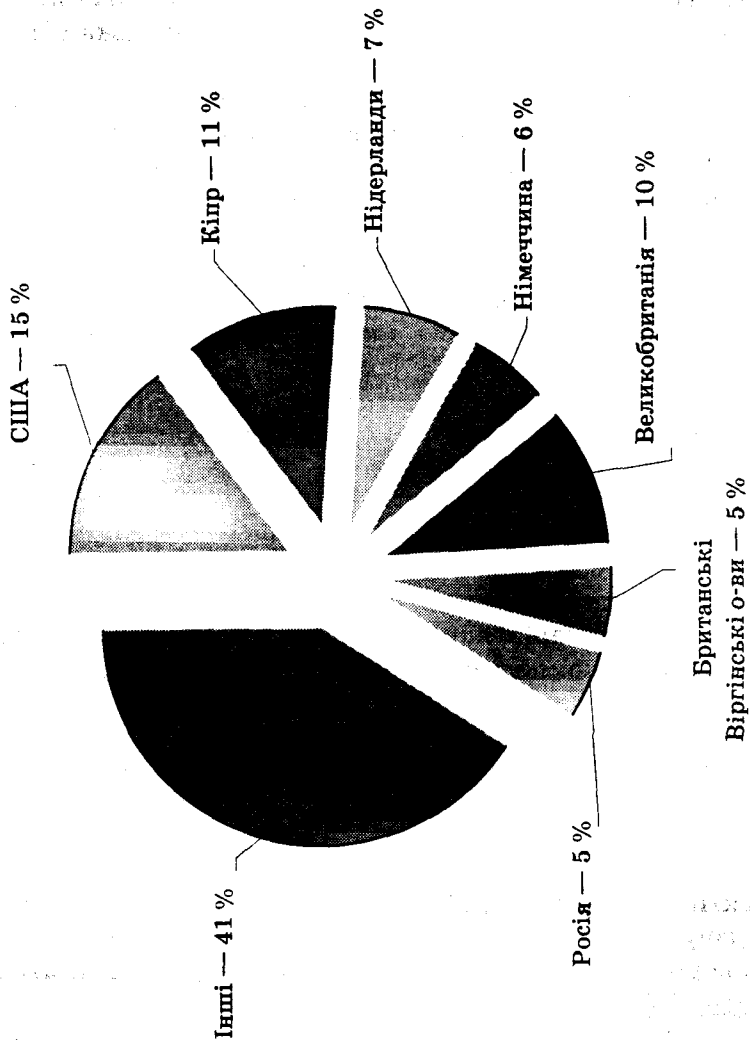


Рис. 1.2. Географічна структура прямих іноземних інвестицій в Україну на 01.01.2006 р.

можливі шляхи для виводу капіталу є для держави важким і трудомістким процесом.

Структура іноземного інвестування за регіонами України характеризується тим, що традиційно домінують Київ, Київська, Запорізька, Одеська, Дніпропетровська, Донецька і Полтавська області.

Динамізм розвитку іноземної інвестиційної діяльності в Україні зумовлює те, що статистичні оцінки цього процесу швидко “старіють”, а тому повноцінний економічний аналіз інвестиційної діяльності є ускладненим. Можна говорити, однак, про формування певних тенденцій (позитивних, негативних), які тією чи іншою мірою якісно характеризують розвиток прямого іноземного інвестування в Україну:

- переважання партнерів з країн, що розвиваються (за кількістю іноземних інвестицій), і партнерів із промислово розвинутих країн (з огляду на обсяг інвестицій);
- поступове збільшення частки інвестицій з країн СНД (в основному з Росії) та активізація використання капіталу із країн — офшорних зон;
- реалізація спільних інвестиційних проектів, як правило, на двосторонній основі;
- орієнтація підприємств з іноземними інвестиціями (ПІІ) на виробництво товарів, якими світові ринки практично насичені (наприклад, комп’ютерна техніка певних класів), та на сфері послуг;
- обережність західних партнерів щодо великих інвестицій, що зумовлено відсутністю надійних гарантій їх захисту, наявністю прямого та непрямого контролю за такими інвестиціями, нерозробленість стратегії і тактики виходу на практично незнайомий і раніше закритий ринок;
- активність малих зарубіжних фірм, орієнтованих на швидку віддачу невеликих інвестицій або вигоду від разових операцій, нерідко суто посередницьких або відверто спекулятивних;
- нерівномірність розподілу інвестицій за галузями при постійному зменшенні іноземного інвестування виробничої сфери;
- зосередження іноземних інвестицій у кількох промислово розвинутих областях і в м. Києві в той час, коли потребу в них однаковою мірою гостро відчують усі регіони України;

• велика частка грошових і майнових внесків іноземних інвесторів у загальних обсягах інвестицій, слабке використання механізмів фінансового ринку для інвестування.

1.3. ХАРАКТЕРИСТИКА ВИДІВ ІНВЕСТИЦІЙ ВІДПОВІДНО ДО КЛАСИФІКАЦІЙНИХ ОЗНАК

Визначення деяких класифікаційних ознак наведені у пп. 1.1 та 1.2 цього посібника. Зупинимося більш детально на кожному конкретному напрямку всіх класифікаційних ознак інвестиційних ресурсів.

Розглянемо класифікацію інвестицій в такому порядку.

1. *За напрямками вкладення ресурсів* інвестиції класифікують таким чином:

а) *реальні інвестиції*, які в свою чергу поділяються на:

- інвестиції у матеріальні активи (земельні ділянки, засоби виробництва, запаси, інше майно);
- інвестиції в нематеріальні активи (ноу-хау, дослідження і розробки, придбання ліцензій, навчання персоналу, реклама, фірмовий імідж, соціальна сфера);

б) *фінансові інвестиції* — це вкладення коштів у фінансові інструменти (активи), переважно цінні папери.

2. *За характером участі у справах підприємства* розрізняють прямі та портфельні інвестиції.

Згідно із Законом України “Про оподаткування прибутку підприємств” під *прямою інвестицією* розуміють господарську операцію, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного фонду юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою.

Як правило, інвестиції здійснюються без фінансових посередників у виробничі фонди з метою одержання доходу і участі в управлінні виробництвом. Такі інвестиції передбачають, що інвестор бере участь у виборі об’єктів інвестування і має повну інформацію про останніх. Іноді обсяги інвестованих коштів зростають. Це здійснюється інвесторами, які намагаються заволодіти контрольним пакетом акцій. Прямі інвестиції дають право на участь в управлінні підприємством.

Портфельні інвестиції — це господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на біржовому ринку. Цим видом інвестицій оперують інвестиційні чи фінансові посередники. Інвестор, який інвестує, називається — *пасивним інвестором*. Він одержує невелику частину акцій компанії в надії на отримання хоч невеликого, але стабільного прибутку. Такий інвестор не може брати участь в управлінні компанією, його зацікавленість зосереджується на дивідендах від інвестицій.

3. Залежно від терміну інвестиційного проекту:

- *короткострокові* — це короткострокові депозитні вклади, державні та корпоративні облігації, придбання короткострокових ощадних сертифікатів;
- *середньострокові*;
- *довгострокові* — це вкладення в основне виробництво, інноваційну діяльність.

Основне правило в міжнародній інвестиційній діяльності проголошує, що інвестиції мають бути довгостроковими (у світовій практиці більше одного року), однак внаслідок несприятливих умов інвестиційного клімату, нестабільності політичного і законодавчого режиму інвестори змушені шукати об'єкти середньострокових і короткострокових вкладень.

Згідно з методикою Національного банку України в Україні короткостроковими вважають інвестиції до одного року, середньостроковими — до трьох років, довгостроковими — більше трьох років.

4. За формами власності інвестиційних ресурсів:

- *приватні інвестиції* — здійснюють фізичні або юридичні особи з приватним капіталом;
- *державні інвестиції* — фінансування спрямовується від держбюджету, місцевих бюджетів, а також із державних підприємств;
- *колективні інвестиції* — кошти господарських об'єднань, заснованих на основі колективної власності;
- *спільні інвестиції* — інвестиційні ресурси суб'єктів певної держави і суб'єктів іноземних держав.

5. За регіональною ознакою:

- *внутрішні* — вкладення капіталу суб'єктами господарської діяльності певної держави у об'єкти інвестування в межах цієї держави;

• *іноземні* — вкладення капіталу суб'єктами іноземних держав, іноземними державами, міжнародними організаціями.

6. За напрямком використання:

- *інвестиції у підвищення ефективності;*
- *інвестиції в розширення виробництва;*
- *інвестиції в нове виробництво;*
- *інвестиції для задоволення вимог державних органів управління.*

7. За відношенням до зростання прибутковості:

- *пасивні інвестиції (підтримка виробництва);*
- *активні інвестиції (розширення виробництва).*

Останнім часом в економічній літературі визначилися нові форми інвестицій:

• *інноваційні інвестиції* — це вкладення в нововведення. За умови кризи можливі інвестиції на підтримку діючих технічно відсталих виробничих фондів;

• *інтелектуальні інвестиції* — це вкладання в об'єкти інтелектуальної власності, що впливають з авторського права, винахідницького і патентного права, права на корисні зразки і корисні моделі.

Наведена класифікація інвестицій відображає найбільш суттєві їх ознаки, а за необхідності вона може бути поглиблена залежно від підприємницької або дослідницької мети.

1.4. СУБ'ЄКТИ ТА ОБ'ЄКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА. ЗАКОНОДАВЧЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

До числа суб'єктів інвестиційної діяльності можуть бути віднесені практично всі учасники фінансово-економічних відносин, пов'язані з процесом нагромадження, вкладання капіталу у всіх його формах з метою одержання прибутку.

Інвестори — *суб'єкти інвестиційної діяльності*, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвесту-

вання. Суб'єктами інвестиційної діяльності також можуть бути холдинги, концерни та інші формування.

Інвестори можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, а також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності.

Учасниками інвестиційної діяльності можуть бути громадяни та юридичні особи України, інших держав, що забезпечують реалізацію інвестицій, як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора.

Всі суб'єкти інвестиційної діяльності незалежно від форм власності та господарювання мають рівні права щодо здійснення інвестиційної діяльності, якщо інше не передбачено законодавчими актами України.

Розміщення інвестицій у будь-яких об'єктах, крім тих, інвестування в які заборонено або обмежено Законом України "Про інвестиційну діяльність", іншими актами законодавства України, визнається невід'ємним правом інвестора і охороняється законом.

Інвестор самостійно визначає цілі, напрями, види й обсяги інвестицій, залучає для їх реалізації на договірній основі будь-яких учасників інвестиційної діяльності, у тому числі шляхом організації конкурсів і торгів.

За рішенням інвестора права володіння, користування і розпорядження інвестиціями, а також результатами їх здійснення можуть бути передані іншим громадянам та юридичним особам у порядку, встановленому законом України. При такій передачі прав взаємовідносини регулюються ними самостійно на основі договорів.

Для інвестування можуть бути залучені фінансові кошти у вигляді кредитів, випуску в установленому законодавством порядку цінних паперів і позик.

Майно інвестора може бути використано ним для забезпечення його зобов'язань. У заставу приймається тільки таке майно, яке перебуває у власності позичальника або належить йому на праві повного господарського відання, якщо інше не передбачено законодавчими актами України. Заставлене майно при порушенні заставних зобов'язань може бути реалізоване відповідно до чинного законодавства України.

Інвестор має право володіти, користуватися і розпоряджатися об'єктами та результатами інвестицій, включаючи реінвестиції та торговельні операції на території України, відповідно до законодавчих актів України.

Для державних підприємств, що виступають інвесторами за межами України та яким відкрито іпотечний кредит, встановлюється гарантія за цими інвестиціями з боку держави.

Інвестор має право на придбання необхідного йому майна у громадян і юридичних осіб безпосередньо або через посередників за цінами і на умовах, що визначаються за домовленістю сторін, якщо це не суперечить законодавству України, без обмеження за обсягом і номенклатурою.

Обов'язки суб'єктів інвестиційної діяльності:

- подати фінансовим органам декларацію про обсяги і джерела здійснюваних ним інвестицій;

- одержати необхідний дозвіл або узгодження відповідних державних органів та спеціальних служб на капітальне будівництво;

- одержати позитивний комплексний висновок державної експертизи щодо додержання в інвестиційних програмах та проєктах будівництва діючих нормативів з питань санітарного й епідемічного благополуччя населення, екології, охорони праці, енергозбереження, пожежної безпеки, міцності, надійності та необхідної довговічності будинків і споруд, а також архітектурних вимог;

- додержуватися державних норм і стандартів, порядок встановлення яких визначається законодавством України;

- виконувати вимоги державних органів і посадових осіб, що пред'являються в межах їх компетенції;

- подавати в установленому порядку бухгалтерську і статистичну звітність;

- не допускати недобросовісної конкуренції і виконувати вимоги законодавства про захист економічної конкуренції;

- сплачувати податки, збори (обов'язкові платежі) в розмірах та у порядку, визначених законами України.

Для виконання спеціальних видів робіт, які потребують відповідної атестації виконавця, учасники інвестиційної діяльності зобов'язані одержати *ліцензію*. Перелік таких робіт та порядок їх ліцензування встановлюються Кабінетом Міністрів України.

Відносини між суб'єктами інвестиційної діяльності регулюються основним правовим документом — *договором (угодою)*.

Укладення договорів, вибір партнерів, визначення зобов'язань, будь-яких інших умов господарських взаємовідносин, що не суперечать законодавству України, є виключною компетенцією суб'єктів інвестиційної діяльності.

Втручання державних органів та посадових осіб у реалізацію договірних відносин між суб'єктами інвестиційної діяльності вище своєї компетенції не допускається.

Об'єктами інвестиційної діяльності можуть бути будь-яке майно, в тому числі основні фонди та оборотні кошти в усіх галузях і сферах народного господарства, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права.

Забороняється інвестування в об'єкти, створення і 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 охороняються законом.

Види суб'єктів інвестиційної діяльності представлені на рис. 1.3.

Як бачимо, основних інвесторів можна згрупувати у чотири групи:

- держава через свої інституції;
- виробничо-господарські утворення;
- фінансові установи;
- інші функціональні установи.

До виробничо-господарських формувань відносять:

1. *Акціонерні товариства* — це товариства, які мають статутний фонд, поділений на певну кількість акцій. Акціонерне товариство несе відповідність за своїми зобов'язаннями тільки майном товариства, а акціонери несуть відповідальність пропорційно до кількості акцій, що їм належить. *Статут товариства становить не менше, ніж 1250 мінімальних заробітних плат.* Акціонерне товариство може бути закритим або відкритим.

2. *Товариства з обмеженою відповідальністю* — це товариства в яких статутний фонд поділяється на частки, розмір яких визначено установочними документами. Учасники товариства

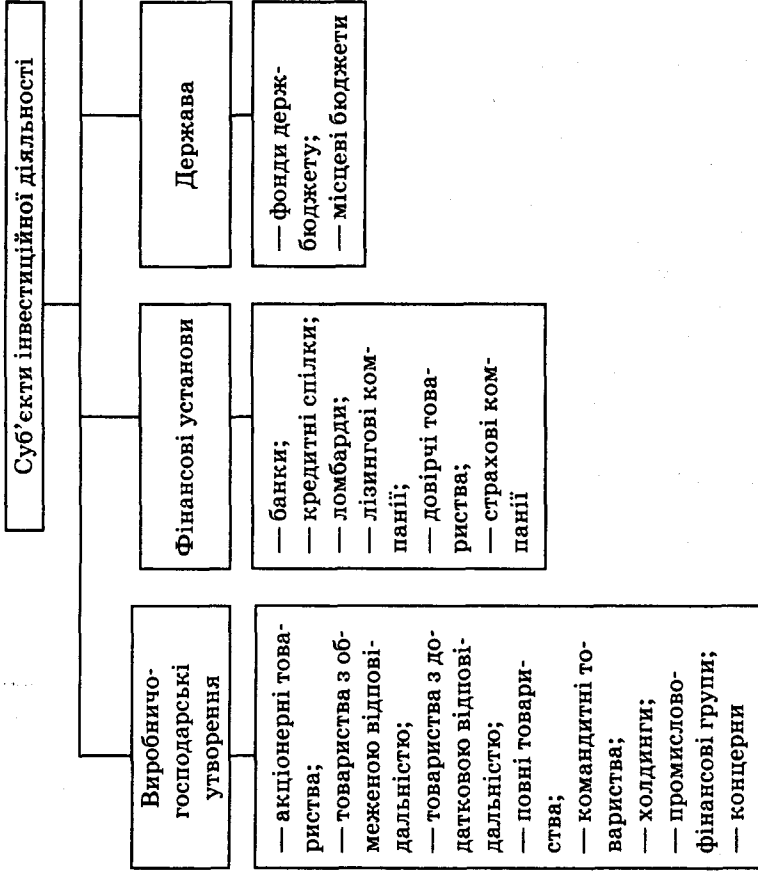


Рис. 1.3. Види суб'єктів інвестиційної діяльності

несуть відповідальність у межах своїх внесків або пропорційно до них. Зміна вартості майна, а також додаткові внески учасників не впливають на розмір їх частки у статутному фонді.

3. *Товариства з додатковою відповідальністю* — це товариства, статутний фонд яких поділяється на частки, що належать учасникам. Учасники відповідають за борги товариства пропорційно до своїх внесків, а в разі нестачі коштів — додатковим майном, що належить всім учасникам товариства. Гранічний розмір відповідальності визначено установчими документами.

4. *Повні товариства* — це товариства, всі учасники яких займаються спільною підприємницькою діяльністю і несуть колективну відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном. Причому відповідальність учасники несуть незалежно від часу виникнення боргів.

5. *Командитні товариства* — це товариства, які включають поряд із одним або кількома членами, що несуть повну відповідальність, також одного або декількох учасників, відповідальність яких обмежується сумою внесків у майні товариства.

6. *Промислово-фінансові групи (ПФГ)* — це велике угруповання підприємств, банків, інших юридичних осіб, які займаються виробничою, торговельною, фінансово-кредитною діяльністю. На відміну від холдингу, ПФГ не має компанії, що спеціалізується на управлінні. Ці групи створюються, як правило, на міжгалузевих засадах, що дає змогу здійснювати спільні інвестиції у великі проекти.

До функціональних установ відносять:

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

Фірми-ріелтери — це фірми посередники з торгівлі нерухомістю. Вони працюють не лише за угодами з продавцями нерухомості, а й визначають інвесторам економічну доцільність при-

дбання тих чи інших готових будівель, споруд чи незавершених будівельних об'єктів.

Інжинірингово-консалтингові фірми — це фірми, які займаються розробкою на договірних засадах різного роду документації — інформаційної, науково-технічної, проектно-кошторисної та ін.

Будівельні фірми — виконують весь комплекс робіт за інвестиційним проектом та здають інвестору готовий об'єкт “під ключ”.

Аудиторські фірми — виконують в інвестиційному процесі функції перевірки фінансово-господарської діяльності як самого інвестора, так і інших його партнерів.

1.5. СУТНІСТЬ ТА ФУНКЦІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Комплекс заходів щодо здійснення інвестиційної діяльності підприємства, прийняття управлінських інвестиційних рішень та контролю за інвестиційною діяльністю *становлять напрямки інвестиційного менеджменту*.

Місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління представлено на рис. 1.4.

Як можна побачити з наведеної вище схеми, інвестиційний менеджмент органічно входить до загальної системи управління підприємством і посідає значуще місце в процесі управління і прийняття управлінських рішень, щодо розвитку підприємства.

Основна мета інвестиційного менеджменту — найефективніше виконання інвестиційної стратегії підприємства протягом усього бізнес-процесу.

Основними принципами інвестиційного менеджменту є:

- взаємозв'язок із загальною та окремими системами управління на підприємстві;
- спрямованість дій щодо досягнення інвестиційних цілей;
- спрямованість інвестування залежно від об'єктів інвестування;



Рис. 1.4. Місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління підприємством

- єдність усіх елементів стратегічно-інвестиційного процесу з елементами інвестиційного менеджменту;
- виконання основних функцій менеджменту (планування, організація, регулювання, контроль) в процесі інвестиційного управління;
- розробка методів та засобів інвестиційного менеджменту з урахуванням підвищення ефективності виробництва, збільшення дохідної частини діяльності, зменшення ризиків та досягнення соціального ефекту.

При досягненні головної мети за допомогою інвестиційного менеджменту вирішуються такі завдання:

- а) забезпечення високих темпів розвитку виробництва за допомогою використання інвестиційних ресурсів;
- б) інвестиційна підтримка і впровадження нових технологій в бізнес-процес;

в) вирішення питання мінімізації інвестиційного ризику за рахунок аналізу усіх сторін інвестиційного плану і відмови від найризикованіших програм цього плану;

г) досягнення позитивного прибутку (максимізація прибутку) як інвестору, так і підприємству, що залучає інвестиції;

д) визначення прискорених напрямів реалізації інвестиційних програм для подальшого використання отриманих результатів в реінвестиційному процесі;

е) визначення якісних і кількісних показників інвестиційного процесу;

є) вирішення питань з постійного коригування і взаємозв'язку інвестиційного менеджменту і стратегічного менеджменту підприємства;

ж) досягнення сумарного і поетапного соціального ефекту від реалізації інвестиційного процесу.

Усі перераховані вище принципи і завдання інвестиційного менеджменту реалізуються за допомогою певних функцій. *Для інвестиційного менеджменту характерні дві основні групи функцій, які формуються залежно від того, чи інвестиційна система виступає як управляюча система, чи як спеціальна система загальної системи менеджменту підприємства:*

1. Функції інвестиційного менеджменту, як управляючої системи — ці функції не відрізняються від загальних функцій управління:

- розробка інвестиційної стратегії підприємства. Залежно від проведеного маркетингового аналізу і аналізу стану інвестиційного ринку й інвестиційних ресурсів визначаються основні напрями і цілі інвестиційних стратегій;

- формування інформаційно-комунікаційних каналів, які б змогли забезпечити максимально необхідні обсяги інформації на будь-якому етапі інвестиційної діяльності;

- створення в системі організаційної структури підрозділів і структур для прийняття і реалізації управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності;

- проведення аналізу всіх аспектів інвестиційної діяльності;

- розробка основних програм і планів інвестиційної стратегії;

- формування комплексу мотивування до реалізації управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності;

• контроль реалізації інвестиційних планів та своєчасне їх коригування з урахуванням обраної інвестиційної стратегії.

2. Функції інвестиційного менеджменту як спеціальної системи загального менеджменту — ці функції визначаються залежно від напрямів, обраних в інвестиційному менеджменті:

- управління реальними інвестиціями;
- управління фінансовими інвестиціями;
- управління інвестиційним портфелем;
- управління формуванням інвестиційних ресурсів.

Більш докладно ці функції будуть розглянуті в подальших розділах посібника.

Отже, можна сказати, що інвестиційний менеджмент — це комплекс завдань, методів і напрямів щодо вирішення і управління інвестиціями для досягнення соціально-економічних ефектів на кожному з етапів управління.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. У чому полягає економічна сутність інвестицій та поняття інвестиційної діяльності підприємства?
2. Охарактеризуйте інвестиційний процес та його складові.
3. Дайте класифікацію інвестицій.
4. Визначте поняття інвестиційного менеджменту, основні його принципи та функції.

Термінологічний словник ключових понять теми

Інвестиційна діяльність — це вкладення інвестицій (інвестування) та сукупність практичних дій суб'єктів ринку щодо їх реалізації у вигляді матеріальних, фінансових, інтелектуальних та інших ресурсів у різні сфери підприємницької та інших видів діяльності з метою отримання вигоди.

Суб'єкти інвестиційної діяльності — фізичні та юридичні особи, в т. ч. іноземні, а також держави та міжнародні організації.

Інвестор — це юридична або фізична особа, яка самостійно приймає рішення про вкладання власних, позичкових чи залучених коштів в об'єкти інвестування та забезпечує цільове їх використання.

Замовники — інвестори, а також фізичні та юридичні особи, які уповноважені інвестором здійснювати реалізацію інвестиційного проекту. Замовник не повинен втручатися в підприємницьку діяльність інших суб'єктів інвестиційного процесу, якщо між ними немає відповідних договорів.

Прямі інвестиції — безпосереднє вкладання коштів інвестором в об'єкти інвестування.

Непрямі інвестиції — інвестування, опосередковане іншими особами (інвестиційними або фінансовими посередниками).

Акціонерні товариства — це товариства, які мають статутний фонд, поділений на певну кількість акцій. Акціонерне товариство несе відповідальність за своїми зобов'язаннями тільки майном товариства, а акціонери несуть відповідальність пропорційно до кількості акцій, що їм належить.

Товариства з обмеженою відповідальністю — це товариства, в яких статутний фонд поділяється на частки, розмір яких визначено установочними документами. Учасники товариства несуть відповідальність у межах своїх внесків або пропорційно до них. Зміна вартості майна, а також додаткові внески учасників не впливають на розмір їх частки у статутному фонді.

Товариства з додатковою відповідальністю — це товариства, статутний фонд яких поділяється на частки, що належать учасникам. Учасники відповідають за борги товариства пропорційно до своїх внесків, а в разі нестачі коштів — додатковим майном, що належить всім учасникам товариства. Граничний розмір відповідальності визначено установочними документами.

Повні товариства — це товариства, всі учасники яких займаються спільною підприємницькою діяльністю і несуть колективну відповідальність за зобов'язаннями товариства всім

своїм майном. Причому відповідальність учасники несуть незалежно від часу виникнення боргів.

Командитні товариства — це товариства, які включають поряд з одним або кількома членами, що несуть повну відповідальність, також одного або декількох учасників, відповідальність яких обмежується сумою внесків у майні товариства.

Користувачі об'єктів інвестиційної діяльності — інвестори та інші фізичні і юридичні особи, державні та місцеві органи влади, іноземні держави та міжнародні організації для яких створюється об'єкт інвестиційної діяльності.

Питання для підсумкового контролю знань

1. У чому полягає економічна сутність інвестицій?
2. Назвіть основні поняття інвестиційної діяльності підприємства.
3. Визначте сутність і мету інвестиційного менеджменту.
4. Охарактеризуйте принципи інвестиційного менеджменту.
5. Розкажіть про основні функції інвестиційного менеджменту.
6. Назвіть та охарактеризуйте види суб'єктів інвестиційної діяльності.

Тести

1. До якого виду інвестицій відносять вкладення коштів у різноманітні фінансові інструменти:

- а) валові;
- б) чисті;
- в) фінансові;
- г) інноваційні?

2. Назвіть стадію ринкової економіки, де забезпечується державною системою страхування інновацій та приватною системою страхування і перестраховання інвестицій:

- а) проектування;
- б) страхування інвестицій;
- в) державне регулювання інвестиційного процесу;
- г) прогнозування та програмування інвестицій.

3. Назвіть вид виробничо-господарських утворень, які мають статутний фонд поділений на певну кількість акцій:

- а) акціонерні товариства;
- б) товариства з обмеженою відповідальністю;
- в) повні товариства;
- г) командитні товариства.

4. Назвіть форму власності інвестиційних ресурсів, де фінансування спрямовується від держбюджету, місцевих бюджетів, а також із державних підприємств:

- а) приватні інвестиції;
- б) спільні інвестиції;
- в) державні інвестиції;
- г) колективні інвестиції.

5. За якими ознаками класифікують інвестиції, пов'язані з безпосередньою участю інвестора у виборі об'єктів інвестування:

- а) за об'єктами вкладання коштів: реальні інвестиції;
- б) за характером участі в інвестуванні;
- в) за періодом інвестування;
- г) за формами власності?

6. До якої із функцій інвестиційного менеджменту належить управління інвестиційним портфелем:

- а) спеціальної системи загального менеджменту;
- б) управляючої системи?

7. До яких функціональних установ відносять фірми, які займаються розробкою на договірних засадах різного роду документації — інформаційної, науково-технічної, проектно-кошторисної:

- а) інжинірингово-консалтингові фірми;
- б) будівельні фірми;

- в) аудиторські фірми;
- г) фірми-девелопери;
- д) фірми-ріелтори?

8. До яких функціональних установ відносять юридичні особи, які беруть на себе функції з повної реалізації капіталу, що інвестується:

- а) інжинірингово-консалтингові фірми;
- б) будівельні фірми;
- в) аудиторські фірми;
- г) фірми-девелопери;
- д) фірми-ріелтори?

9. До яких функціональних установ відносять фірми, що виконують весь комплекс робіт за інвестиційним проектом та здають інвестору готовий об'єкт "під ключ":

- а) інжинірингово-консалтингові фірми;
- б) будівельні фірми;
- в) аудиторські фірми;
- г) фірми-девелопери;
- д) фірми-ріелтори?

10. До яких функціональних установ відносять фірми, що виконують в інвестиційному процесі функції перевірки фінансово-господарської діяльності:

- а) інжинірингово-консалтингові фірми;
- б) будівельні фірми;
- в) аудиторські фірми;
- г) фірми-девелопери;
- д) фірми-ріелтори?

Тема 2

**МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕТОДИЧНИЙ
ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО
МЕНЕДЖМЕНТУ**

- 2.1. Організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту.*
- 2.2. Інвестиційний аналіз.*
- 2.3. Інвестиційне планування.*
- 2.4. Стратегічні напрямки залучення і використання.*
- 2.5. Грошові потоки в інвестуванні.*

Не дивлячись на величезну різницю в деталях, майже всі економічні проблеми мають одну й ту саму суть. Ця суть є необхідність рівноваги двох протилежних класів мотивів, один з яких складається з прагнення придбати конкретні товари; інший же мотив є намагання уникнення конкретних зусиль та витрат, або досягнення визначеного миттєвого задоволення ...Іншими словами, це необхідність рівноваги на ринку попиту та пропозиції.

Альфред Маршалл

2.1. ОРГАНІЗАЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Функціонування інвестиційного процесу на підприємстві залежить безпосередньо від організаційного забезпечення на підприємстві.

Під *організаційним забезпеченням* інвестиційного менеджменту слід розуміти сукупність внутрішніх структурних підрозділів, які забезпечують розробку і прийняття управлінських рішень за певними аспектами інвестиційної діяльності підприємства та відповідають за прийняті рішення.

Основою організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту становить *організаційна структура управління підприємством* зі своєю ієрархією і підпорядкованістю. Оскільки інвестиційний менеджмент є складовою загального менеджменту підприємства, то і підрозділи, які займаються розробкою і прийняттям управлінських інвестиційних рішень, мають бути оптимально інтегровані до організаційної структури підприємства, що у свою чергу має привести до зменшення витрат підприємства, пов'язаних з розробкою інвестиційних програм.

Успішне функціонування інвестиційного менеджменту залежить насамперед від ефективності його організаційного та інформаційного забезпечення, систем і методів інвестиційного аналізу, інвестиційного планування та інвестиційного контролю.

Система організаційного забезпечення є сукупністю внутрішніх структурних підрозділів та служб, які забезпечують розробку і прийняття інвестиційних управлінських рішень і несуть відповідальність за результати цих рішень.

Ефективність будь-якої справи і функціонування підприємства безпосередньо залежить від достовірності інформації, яка надається вчасно і швидко, — “хто володіє інформацією — той володіє усім”. Не є винятком система управління інвестиційною діяльністю підприємства, своєчасна і достовірна інформація, що створює визначення пріоритетів інвестиційної діяльності та дає можливість зменшити час на дослідження, а звідси зменшити й витрати підприємства. *Інформаційне забезпечення* — це безперервний підбір відповідної інформації, необхідної для аналізу, планування, розподілу інвестиційних ресурсів і підготовки ефективних управлінських інвестиційних рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності.

Інформацію, яка забезпечує інвестиційну діяльність підприємства, використовують не тільки внутрішні користувачі підприємства, а й зовнішні.

До внутрішніх користувачів інвестиційної інформації можна віднести:

- керівництво компанією;
- інвестиційних менеджерів усіх рівнів;
- власників підприємства;
- інших користувачів.

Слід зазначити, що внутрішні користувачі інвестиційної інформації використовують інформацію, яка виникає з інвестиційної діяльності певного підприємства та інформацію, яка надходить із зовнішніх джерел.

До зовнішніх користувачів відносять:

- кредиторів підприємства;
- потенційних інвесторів;
- контрагентів підприємства з інвестиційної діяльності;
- податкові органи;
- аудиторські органи;
- інвестиційних посередників;
- фондові біржі;
- фінансово-комерційні установи.

Ці користувачі використовують інформацію, яка впливає із діяльності підприємства і не становить комерційної таємниці, загалом це фінансова звітність підприємства, яка надається підприємством.

Система інформаційного забезпечення залежить від багатьох факторів, таких як структура галузі, організаційно-правова форма підприємства, корумпованість національної економіки, ступені диверсифікації інвестиційної діяльності.

Система інформаційного забезпечення формується з двох джерел — *зовнішніх і внутрішніх*.

До зовнішніх джерел відносять:

1. Показники, які розкривають економічний розвиток держави, — ці показники надають можливість підприємству визначитись із інвестиційними пріоритетами їх діяльності на території певної держави:

а) показники макроекономічного розвитку:

- темпи зростання внутрішнього валового продукту і національного доходу;
- розподіл національного доходу, тенденції до його споживання і збереження;
- рівень інфляції і безробіття;
- облікові ставки Центрального банку;

б) показники галузевого розвитку:

- обсяги продукції, що виробляється;
- науково-технічний потенціал галузі і підприємств, які входять до неї;
- обсяги інвестованих інвестиційних ресурсів;
- вартість активів підприємства;
- режими податкового впливу;
- обсяги прибутків;
- індекс цін на продукцію галузі у досліджуваному періоді.

2. Показники, які характеризують кон'юнктуру інвестиційного ринку, — використовуються для прийняття управлінських рішень з формування програм інвестування (реального, портфельного). Показники цієї групи містяться в комерційних виданнях, публікаціях фондової і валютної бірж:

а) показники, що характеризують кон'юнктуру ринку фондових інструментів:

- акції, облігації, деривативи, які обертаються на біржовому фондовому ринку;

- ціни попиту і пропозиції на основні фондові інструменти;
- обсяги і вартість основних угод з фондовими інструментами;

- індекс цін на фондовому ринку;

б) показники, що характеризують кон'юнктуру грошових інструментів інвестування:

- кредитні ставки комерційних банків, строки надання кредитів;

- депозитні ставки комерційних банків;
- офіційний курс валют;

в) показники, що характеризують кон'юнктуру ринку капітальних товарів та послуг:

- основні види капітальних товарів обертаються на ринку та безпосередньо пов'язані з інвестиційною діяльністю;

- ціни попиту і пропозиції на капітальні товари і послуги;
- обсяги і вартість угод за капітальними товарами;
- середні ціни на послуги інвестиційних посередників.

3. Показники, які характеризують діяльність контрагентів і конкурентів, — використовуються для прийняття оперативних управлінських рішень за певними аспектами інвестиційного процесу:

- кількість інвестиційних компаній та фондів, які знаходяться на певному ринку;

- діяльність банків, страхових компаній;
- постачальники інвестиційних ресурсів;
- конкуренти.

4. Нормативно-регулюючі показники впливають на формування управлінських рішень з формування інвестиційних проєктів.

До внутрішніх джерел інформації відносять:

1. Показники, які характеризують рівень інвестиційної активності підприємства в цілому. Ці показники формуються за рахунок фінансової звітності підприємства. Основними недоліками формування показників на основі фінансової звітності є те, що усі показники відображаються в цілому по підприємству, а не за певними його ознаками; низька періодичність звітності; використання вартісних показників (що ускладнює проведен-

ня аналізу впливу зміни цін на формування обсягових показників інвестиційних ресурсів).

Показники, які характеризують обсяги реального і фінансового інвестування, відображаються у “Балансі підприємства”, який складається з двох основних розділів “Активу” і “Пасиву”.

Актив балансу складається з трьох основних розділів: позаоборотні активи, оборотні активи, видатки майбутніх періодів.

Пасив містить такі розділи: власний капітал, довгострокові зобов'язання, поточні зобов'язання, доходи майбутніх періодів. За розділами “Довгострокові зобов'язання і поточні зобов'язання” можна отримати інформацію про загальну суму позичкового капіталу, підприємство залучає до інвестиційного процесу.

Показники, які характеризують обсяги формування власних інвестиційних ресурсів відображаються у “Звіті про фінансові результати”. Цей звіт має такі розділи: фінансові результати — відображаються показники формування прибутку — від операційної діяльності, від реалізації майна, — наводяться показники балансового прибутку чи збитку у звітному періоді; елементи операційних витрат: розрахунок показників прибутковості акцій.

Показники, які характеризують грошові потоки за інвестиційною діяльністю, закріплюються у “Звіті про рух грошових засобів”. У цьому звіті міститься інформація про обсяг додаткового, від'ємного і чистого грошового потоку за видом інвестиційної діяльності.

2. Показники, які характеризують фінансові результати інвестиційної діяльності окремих структурних підрозділів підприємства. Ці показники використовуються для поточного і оперативного контролю за діяльністю структурних підрозділів підприємства. Вони формуються зі звітності управлінського обліку.

Управлінський облік має багато переваг перед фінансовим обліком: він відображає не тільки вартісні, а й натуральні значення показників; періодичність управлінського обліку повністю відповідає інформації, необхідній для прийняття управлінських рішень як оперативного так і поточного характеру. Цей облік може бути структурований у будь-якому розрізі, він може відображати певні інвестиційні активи із врахуванням темпів інфляції, вартості грошей у часі. Управлінський облік формує свої показники інвестиційної діяльності за такими групами:

- за формами інвестиційної діяльності підприємства;
- за регіоном діяльності, якщо для підприємства характерна диверсифікована інвестиційна діяльність;
- за центрами інвестицій.

3. Нормативно-планові показники пов'язанні з інвестиційною діяльністю підприємства, ці показники використовуються для поточного й оперативного контролю за інвестиційною діяльністю на підприємстві і формуються у дві групи:

- система внутрішніх нормативів, що регулює інвестиційну діяльність підприємства. До цієї системи включаються нормативи певних видів активів, нормативні співвідношення активів і структури капіталу та ін.;

- система планових показників інвестиційної діяльності підприємства. Ця система включає усю сукупність оперативних і поточних планів з інвестиційної діяльності.

Використання як внутрішніх, так і зовнішніх джерел інформації для забезпечення інвестиційного менеджменту дає змогу підприємству ефективно розробляти стратегічні програми з інвестиційної діяльності та ефективно проводити політику поточного управління інвестиційною діяльністю.

2.2. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ АНАЛІЗ

Для інвестиційної діяльності, як і для будь-якої іншої діяльності підприємства, характерний процес проведення аналізу. Аналіз інвестицій (*інвестиційний аналіз*) становить процес дослідження інвестиційної активності і ефективності інвестиційної діяльності підприємства з метою виявлення резервів для їх зростання.

Виділяють такі основні форми інвестиційного аналізу на підприємстві:

1. За організацією проведення:

- внутрішній інвестиційний аналіз — проводиться керівництвом компанії і інвестиційними менеджерами з використанням усієї сукупності інформаційних показників;

• зовнішній інвестиційний аналіз — проводиться робітниками податкових органів, аудиторських компаній, комерційних банків, страхових компаній з метою визначення достовірності поданої інформації підприємством про інвестиційну діяльність і для вивчення впливу інвестиційної діяльності на фінансову стійкість підприємства.

2. Залежно від обсягу аналітичного дослідження:

- повний інвестиційний аналіз — вивчає усі аспекти інвестиційної діяльності в комплексі;
- тематичний інвестиційний аналіз — вивчає певні аспекти інвестиційної діяльності з метою більш детального вивчення реалізації інвестиційного процесу на підприємстві.

3. За глибиною аналітичного дослідження:

- експрес-аналіз — проводиться на основі фінансової звітності підприємства і характерних для неї показників;
- фундаментальний аналіз — вивчає показники динаміки обсягів інвестиційної діяльності і її ефективність.

4. За об'єктом інвестиційного аналізу:

- аналіз інвестиційної діяльності підприємства в цілому — вивчається інвестиційна діяльність цілого підприємства без виділення його структурних підрозділів;
- аналіз діяльності “центрів інвестицій” підприємства — базується на звітності управлінського обліку;
- аналіз окремих інвестиційних операцій підприємства — проводиться за дослідженням певних інвестиційних операцій, пов'язаних з короткостроковим і довгостроковим інвестуванням.

5. За періодом проведення:

- попередній аналіз — пов'язаний з вивченням умов здійснення інвестиційної діяльності в цілому чи проведення окремих фінансових операцій;
- поточний, чи оперативний аналіз — проводиться під час проходження інвестиційного процесу, з метою оперативного втручання, якщо це необхідно, в інвестиційний процес;
- наступний (ретроспективний аналіз) — проводиться за певний період, з метою повного вивчення поставлених інвестиційних цілей. Будь-який інвестиційний аналіз проводиться за такою схемою (рис. 2.1).



Рис. 2.1. Схема проведення інвестиційного аналізу

Перераховані вище види аналізу характерні для будь-якого виду діяльності підприємства. Для більш детального вивчення аспектів інвестиційної діяльності підприємства використовують такі основні системи інвестиційного аналізу:

1. Горизонтальний (трендовий) інвестиційний аналіз — вивчає динаміку окремих видів інвестиційної діяльності в часі.

Види горизонтального аналізу:

- дослідження динаміки показників звітного періоду у співвідношенні з показниками попереднього періоду;
- дослідження динаміки показників звітного періоду у співвідношенні з показниками аналогічного періоду минулого року — застосовується на підприємствах із сезонними особливостями господарської діяльності;
- дослідження динаміки показників за ряд минулих періодів — метою цього аналізу є виявлення тенденції до змін показників, що характеризує тим самим процес інвестиційної діяльності.

2. Вертикальний (структурний) інвестиційний аналіз — базується на структурному розкладенні окремих показників інвестиційної діяльності. Виділяють основні види:

- структурний аналіз інвестицій — вивчається вага кожної із форм інвестиційних ресурсів для оптимізації складу інвестицій підприємства;
- структурний аналіз інвестиційних ресурсів — вивчаються показники використання власного і позичкового капіталу. Ре-

зультати цього аналізу використовуються в процесі оцінювання фінансового левериджа, визначення середньозваженої вартості капіталу, що інвестується;

- структурний аналіз грошових потоків при інвестиційній діяльності.

3. Порівняльний інвестиційний аналіз — базується на зіставленні аналогічних показників між собою, на його основі розраховуються абсолютні і відносні величини:

- порівняльний аналіз показників інвестиційної діяльності певного підприємства і середньогалузевих показників;

- порівняльний аналіз показників інвестиційної діяльності певного підприємства і підприємств-конкурентів;

- порівняльний аналіз показників інвестиційної діяльності окремих структурних одиниць і підрозділів певного підприємства — проводиться з метою порівняльної оцінки і пошуку резервів підвищення ефективності інвестиційної діяльності внутрішніх підрозділів підприємства;

- порівняльний аналіз звітних і планових показників інвестиційної діяльності — для виявлення ступеня відхилення від поставлених цілей з метою їх коригування на майбутнє.

4. Аналіз фінансових коефіцієнтів (R-аналіз) — базується на розрахунку співвідношення абсолютних показників інвестиційної діяльності, що дає змогу розглядати вплив інвестицій на фінансову стійкість підприємства.

Основні коефіцієнти цього аналізу представлені в табл. 2.1.

5. Інтегральний інвестиційний аналіз — полягає у проведенні оцінювання умов формування окремих агрегованих оцінок. Види інтегральних інвестиційних аналізів:

а) Дюпонівська система інтегрального аналізу ефективності використання активів підприємства — використовує розклад показника “коефіцієнта рентабельності активів” на ряд часткових фінансових коефіцієнтів його формування, взаємопов’язаних в одній системі;

б) система SWOT-аналізу інвестиційної діяльності;

в) об’єктивно-орієнтована система інтегральних показників.

Таблиця 2.1. Основні коефіцієнти R-аналізу

Назва коефіцієнта і його характеристика	Формула
1	2
Коефіцієнти оцінки рентабельності інвестиційної діяльності (здатність підприємства генерувати прибуток під час інвестиційної діяльності)	
<p>Коефіцієнт рентабельності усього капіталу, використуваного в інвестиційній діяльності підприємства, — характеризує прибутковість використуваного капіталу в інвестиційному процесі</p>	$P_{\text{КРК}} = \frac{\text{ЧП}_1}{\bar{K}_1},$ <p>де ЧП_1 — сума чистого прибутку, отримана від усіх видів інвестиційної діяльності підприємства у періоді, що розглядається; \bar{K}_1 — середня інвестиційна сума капіталу, використувана в інвестиційному процесі у періоді, що розглядається</p>
<p>Коефіцієнт рентабельності власного капіталу, використуваного в інвестиційній діяльності підприємства — характеризує рівень інвестованого капіталу, сформованого за рахунок власних джерел</p>	$P_{\text{ВКІ}} = \frac{\text{ЧП}_1}{\text{ВК}_1},$ <p>де ВК_1 — середня сума власного капіталу, використуваного в інвестиційному процесі у періоді, що розглядається</p>
<p>Коефіцієнт рентабельності капіталу використуваного в процесі реального інвестування — дає уяву про прибутковість сформованих операційних активів за рахунок загального обсягу інвестованого в них капіталу</p>	$P_{\text{КРІ}} = \frac{\Delta\text{ЧП}_0}{K_p},$ <p>де $\Delta\text{ЧП}_0$ — приріст операційного прибутку, отриманого за рахунок загальної суми капіталу, інвестованого в операційні активи в періоді, що розглядається. K_p — загальна сума капіталу, інвестованого у нові операційні активи підприємства в періоді, що розглядається</p>

Продовження табл. 2.1

1	2
Коефіцієнти оцінки рентабельності інвестиційної діяльності (здатність підприємства генерувати прибуток під час інвестиційної діяльності)	
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу, який використовується в процесі реального інвестування — дає уявлення про ефективність використання власного капіталу, інвестованого у сформовані операційні активи	$P_{\text{ВКР}} = \frac{\Delta \text{ЧП}_0}{\text{ВК}_p},$ де ВК_p — сума власного капіталу, інвестованого у знову сформовані операційні активи підприємства розглянутого періоду
Коефіцієнт рентабельності капіталу, використаного в процесі фінансового інвестування — дає уявлення про загальну прибутковість портфеля фінансових інструментів інвестування підприємства	$P_{\text{КФІ}} = \frac{\text{ЧП}_\Phi}{\bar{K}_\Phi},$ де ЧП_Φ — загальна сума чистого прибутку, отриманого від усіх форм фінансових інвестицій в розглянутому періоді; \bar{K}_Φ — середня сума капіталу, використаного у всіх формах фінансового інвестування підприємства в розглянутому періоді
Коефіцієнти оцінки оборотності операційних активів (наскільки швидко сформовані операційні активи за рахунок інвестиційної діяльності здійснюють свій оборот, індикатор ділової активності підприємства)	
Коефіцієнт оборотності усіх використаних активів у розглянутому періоді	$KO_A = \frac{ЗР}{\bar{A}_0},$ де \bar{A}_0 — середня вартість усіх використаних активів підприємства в розглянутому періоді; $ЗР$ — загальний обсяг реалізації продукції в розглянутому періоді

1	2
Коефіцієнт оборотності обігових активів підприємства у розглянутому періоді	$KO_{OA} = \frac{3P}{OA},$ де OA — середня вартість оборотних активів в розглянутому періоді
Період обороту усіх використовуваних операційних активів у днях	$PO_A = \frac{\bar{A}_0}{OP_0}; \quad PO_A = \frac{D}{KO_A}$ де \bar{A}_0 — середня вартість усіх використовуваних активів підприємства в розглянутому періоді; OP_0 — одноденний обсяг реалізації продукції в розглянутому періоді; D — число днів в розглянутому періоді
Період обороту позаоборотних операційних активів у роках	$PO_{BA} = \frac{1}{OP_p : BA}; \quad PO_{BA} = \frac{100}{H_A},$ де OP_p — річний обсяг реалізації продукції; BA — середньорічна вартість позаоборотних активів; H_A — середня норма амортизаційних відрахувань
<p>Коефіцієнти оцінки оборотності інвестованого капіталу (наскільки швидко використаний в реальному інвестуванні капітал обертається у процесі операційної діяльності підприємства)</p>	
Коефіцієнт оборотності усього капіталу, використаного в процесі реального інвестування в розглянутому періоді	$KO_K = \frac{OP}{\bar{K}_p},$ де \bar{K}_p — середня сума усього задіяного у формуванні операційних активів капіталу підприємства у розглянутому періоді

Продовження табл. 2.1

1	2
<i>Коефіцієнт оборотності власного капіталу, використаного в процесі реального інвестування у розглянутому періоді</i>	$KO_{\text{вк}} = \frac{OP}{\overline{BK}_p},$ де \overline{BK}_p — середня сума власного капіталу підприємства, задіяного у формуванні операційних активів у розглянутому періоді
<i>Коефіцієнт оборотності залученого позичкового капіталу, використовуваного в процесі реального інвестування в розглянутому періоді</i>	$KO_{\text{зпк}} = \frac{OP}{\overline{ЗП\overline{K}}_p},$ де $\overline{ЗП\overline{K}}_p$ — середня сума залученого позичкового капіталу, який задіяно у формуванні операційних активів в розглянутому періоді
<i>Коефіцієнт оборотності залученого фінансового (банківського) кредиту в розглянутому періоді</i>	$KO_{\text{фк}} = \frac{OP}{\overline{\Phi\overline{K}}},$ де $\overline{\Phi\overline{K}}$ — середня сума залученого фінансового кредиту в розглянутому періоді
<i>Коефіцієнт оборотності залученого товарного (комерційного) кредиту в розглянутому періоді</i>	$KO_{\text{тк}} = \frac{OP}{\overline{T\overline{K}}},$ де $\overline{T\overline{K}}$ — середня сума залученого товарного кредиту в розглянутому періоді
<i>Період обороту всього капіталу, використаного в процесі реального інвестування підприємства у днях</i>	$ПО_{\text{к}} = \frac{\overline{K}_p}{OP_o}; \quad ПО_{\text{к}} = \frac{D}{KO_{\text{к}}},$ де \overline{K}_p — середня сума усього капіталу, задіяного у процесі реального підприємства в розглянутому періоді; $KO_{\text{к}}$ — коефіцієнт оборотності капіталу в розглянутому періоді

Продовження табл. 2.1

1	2
<p>Період обороту власного капіталу, використовуваного в процесі реального інвестування в днях</p>	<p>$PO_{BK} = \frac{BK_P}{OP_0}$; $PO_{BK} = \frac{D}{KO_{BK}}$,</p> <p>де KO_{BK} — коефіцієнт оборотності власного капіталу у розглянутому періоді; BK_P — використаний капітал у розглянутому періоді</p>
<p>Період обороту залученого позичкового капіталу, використовуваного в процесі реального інвестування у днях</p>	<p>$PO_{зк} = \frac{ЗK_P}{OP_0}$; $PO_{зк} = \frac{D}{KO_{зк}}$,</p> <p>де $KO_{зк}$ — коефіцієнт оборотності залученого позичкового капіталу в розглянутому періоді; D — період оборотності</p>
<p>Коефіцієнти фінансової стійкості підприємства (визначають рівень фінансового ризику і фінансової стійкості підприємства при інвестиційній діяльності)</p>	
<p>Коефіцієнт автономії — показує ступінь сформованих активів за рахунок власних інвестиційних ресурсів підприємства і наскільки воно залежить від зовнішніх джерел фінансування</p>	<p>$KA = \frac{BK}{K}$; $KA = \frac{ЧА}{A}$</p> <p>де BK — сума власного капіталу підприємства на певну дату; $ЧА$ — вартість чистих активів підприємства на певну дату; K — загальна сума капіталу підприємства на певну дату; A — загальна вартість усіх активів підприємства на певну дату</p>
<p>Коефіцієнт фінансування — показує обсяг залучених позичкових коштів на одиницю власного капіталу, наскільки підприємство залежить від зовнішніх джерел фінансування</p>	<p>$KФ = \frac{ЗK}{СК}$,</p> <p>де $ЗK$ — сума залученого підприємством позичкового капіталу на певну дату</p>

Продовження табл. 2.1

1	2
Коефіцієнт заборгованості — показує частку позичкового капіталу в загальній використуваній його сумі	$KЗ = \frac{ЗК}{К}$
Коефіцієнт поточної заборгованості — характеризує частку короткострокового позичкового капіталу в загальній використуваній його сумі	$KЗ = \frac{ЗК_к}{К}$, де $ЗК_к$ — сума залученого підприємством короткострокового позичкового капіталу
Коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності — показує частку власного і довгострокового позичкового капіталу в загальному обсягу використуваних активів	$KДН = \frac{СК + ЗК_д}{А}$, де $ЗК_д$ — сума залученого підприємством довгострокового позичкового капіталу
Коефіцієнт маневреності власного капіталу — показує, яка частина власного капіталу знаходиться в оборотній і ліквідній його формах	$KМ_{ск} = \frac{СОА}{СК}$, де $СОА$ — сума власних оборотних активів
Коефіцієнт маневреності власного і довгострокового позичкового капіталу — показує частку власного і довгострокового позичкового капіталу, інвестованих в оборотні активи, в загальній сумі власного і довгострокового позичкового капіталу	$KМ = \frac{ОА}{СК + ЗК_д}$, де $ОА$ — сума власного і довгострокового позичкового капіталу, спрямованого на фінансування оборотних активів підприємства
Коефіцієнти оцінки платоспроможності (дозволяють виявити можливість підприємства своєчасно розраховуватися за власними фінансовими зобов'язаннями)	

Закінчення табл. 2.1

1	2
<p>Коефіцієнт абсолютної платоспроможності, чи “кислотний тест” — показує ступінь поточних фінансових зобов’язань підприємства, забезпечених готовими засобами платежу на певну дату</p>	$КАП = \frac{ГА + КФВ}{КФА},$ <p>де ГА — сума грошових активів підприємства на певну дату; КФВ — сума короткострокових фінансових вкладень підприємства на певну дату; КФА — сума усіх короткострокових фінансових зобов’язань підприємства на певну дату</p>
<p>Коефіцієнт проміжної платоспроможності — показує, в якому ступені усі короткострокові фінансові зобов’язання можуть бути задоволені за рахунок його високоліквідних активів</p>	$КПП = \frac{ДА + КФВ + ДЗ}{КФА},$ <p>де ДЗ — сума дебіторської заборгованості усіх видів</p>
<p>Коефіцієнт поточної платоспроможності — в якому ступені уся заборгованість за короткостроковими зобов’язаннями може бути задоволена за рахунок всіх його поточних активів</p>	$КП_{0П} = \frac{ОА}{КФА}$

2.3. ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПЛАНУВАННЯ

Основою управління інвестиційною діяльністю підприємства становить інвестиційне планування. *Інвестиційне планування* — це процес розробки системи планів і нормативних показників із забезпечення розвитку підприємства необхідними інвестиційними ресурсами і підвищення ефективності його інвестиційної діяльності в майбутньому періоді.

Інвестиційне планування базується на основі таких систем:

- прогнозування інвестиційної діяльності — розробка загальної інвестиційної стратегії та інвестиційної політики за основними напрямками інвестиційної діяльності підприємства. Період планування становить 3 роки;

- поточне планування інвестиційної діяльності — розробка поточних планів за окремими аспектами інвестиційної діяльності. Період планування — 1 рік;

- оперативне планування інвестиційної діяльності — розробка і доведення до виконавців бюджетів та інших форм оперативних планів за всіма основними питаннями інвестиційної діяльності. Період планування — місяць, квартал.

Система прогнозування інвестиційної діяльності базується на основі основних принципів здійснення інвестиційної діяльності на підприємстві, які визначаються місією підприємства і менталітетом інвестиційної поведінки засновників та менеджерів.

Система поточного планування інвестиційної діяльності складається з розробки конкретних видів поточних планів, які дають змогу визначити на майбутній період всі форми інвестиційної діяльності підприємства і джерела її фінансування, сформувати структуру її доходів та витрат.

Вихідними даними для розробки поточних інвестиційних планів підприємства є:

- інвестиційна стратегія підприємства і цільові стратегічні нормативи за основними напрямками інвестиційної діяльності на майбутній період;

- інвестиційна політика за окремими аспектами інвестиційної діяльності підприємства;
- обсяги виробництва і реалізації продукції, що плануються, й інші економічні показники за знову створеними операційними активами підприємства;
- система розроблених на підприємстві норм і нормативів витрат окремих інвестиційних ресурсів;
- діюча система ставок податкових платежів;
- діюча система норм амортизаційних відрахувань;
- середні ставки кредитного і депозитного відсотків на фінансовому ринку;
- результати інвестиційного аналізу за попередній період.

Основними видами поточних інвестиційних планів, що розробляються на підприємстві, є:

- обсяг інвестиційної діяльності, що планується, в розрізі окремих форм реального і фінансового інвестування — для визначення потреби в загальному обсязі реального і фінансового інвестування підприємства на майбутній період;
- план доходів і витрат за інвестиційною діяльністю — для визначення потреби у фінансових ресурсах та реалізації запланованих інвестиційних програм;
- план залучення і витрачання грошових коштів у процесі інвестиційної діяльності — для забезпечення постійної фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на всіх етапах планового періоду;
- балансовий план — для визначення необхідного приросту активів з забезпеченням їх внутрішньої збалансованості, а також формування оптимальної структури капіталу, яка забезпечить достатню фінансову стійкість підприємства в майбутньому періоді.

В основу індикативного планування покладені найважливіші показники, яких має досягнути національна економіка за основними показниками її розвитку. Принципова особливість індикативного планування та системи його показників — їх рекомендаційний характер. Разом з тим індикативне планування залишається одним із найважливіших методів державного регулювання інвестиційного процесу.

В індикативному плані передбачаються нормативи (обов'язкові та рекомендаційні), використовуючи які, держава керує

економікою: норми амортизаційних відрахувань, податкові ставки, відсоткові ставки Національного банку та ін.

До системи показників індикативного планування інвестицій слід віднести три групи показників, що характеризують: загальний обсяг інвестицій та їх структури, обсяги проектно-дослідних робіт, обсяги будівельно-монтажних робіт.

Основним показником індикативного плану є введення в експлуатацію виробничих потужностей та об'єктів соціальної сфери.

Індикатор введення виробничих потужностей у плановому періоді (Π_i) може бути визначений за формулою

$$\Pi_i = \Pi_{\text{пп}} + \Delta\Pi_{\text{нв}} + \Delta\Pi_{\text{дп}} - \Pi_{\text{в}},$$

де $\Pi_{\text{пп}}$ — величина виробничих потужностей на початок планового періоду;

$\Delta\Pi_{\text{нв}}$ — збільшення потужності за рахунок нового будівництва;

$\Delta\Pi_{\text{дп}}$ — приріст потужностей на діючих підприємствах за рахунок реконструкції, технічного переозброєння та розширення виробництва;

$\Pi_{\text{в}}$ — зменшення потужностей внаслідок вибуття застарілих фондів.

Система оперативного планування інвестиційної діяльності полягає в розробці короткострокових інвестиційних планів з інвестиційного забезпечення основних напрямків розвитку господарської діяльності підприємства.

Розглянемо процес бюджетування як форми планування інвестицій. Багато компаній мають справу з портфелем можливих інвестицій. Відбір і реалізація проектів із цього портфеля здійснюються в рамках бюджету капітальних вкладень.

Бюджетування — це складний багатоетапний процес, що починається із висування ідеї і закінчується аналізом системи кількісних показників.

Вихідні передумови:

- 1) проекти можуть бути як незалежні, так і альтернативні;
- 2) при включенні проекту в бюджет необхідна наявність джерела фінансування;
- 3) ціна капіталу, що використовується для оцінювання включених у бюджет проектів, може бути неоднаковою для різних проектів залежно від ступеня ризику окремих проектів. Враховується ряд ресурсних та часових обмежень.

Етапи бюджетування:

- 1) складання списків можливих варіантів альтернативних проектів, а також незалежних проектів;
- 2) розробка прогнозу грошових потоків для кожного проекту;
- 3) розрахунок ставки дисконтування як бар'єрної ставки для всіх проектів, що входять у портфель, або окремих проектів залежно від джерела фінансування;
- 4) розрахунок поточної вартості грошових потоків;
- 5) оцінка якісних факторів і розрахунок ефективності кожної альтернативи;
- 6) порівняльна оцінка інвестицій за варіантами проектів;
- 7) формування оптимального інвестиційного портфеля може бути в умовах обмеженості фінансових ресурсів, часових обмежень і реінвестування доходів.

Основною формою оперативного планування є бюджет. *Бюджет* — це оперативний план короткострокового періоду, який розробляється звичайно в рамках одного року (кварталу, місяця), в ньому відображаються витрати і надходження інвестиційних засобів у процесі здійснення конкретних форм інвестиційної діяльності.

Складання бюджетів на підприємстві вирішує два основних завдання:

- а) визначення обсягу і склад витрат, пов'язаних з інвестиційною діяльністю окремих структурних одиниць і підрозділів підприємства;
- б) забезпечення покриття цих витрат інвестиційними ресурсами з різних джерел.

Інвестиційні бюджети підприємства класифікуються за різними ознаками:

1. *За видами інвестиційної діяльності* — ці бюджети розробляються під час деталізації відповідних поточних інвестиційних планів на підприємстві в цілому на майбутній місяць або квартал:

- бюджет реального інвестування — деталізують у рамках певного періоду зміст показників, пов'язаних з поновленням і розвитком усіх видів операційних активів підприємства в процесі його інвестиційної діяльності;
- бюджет фінансового інвестування — спрямований на відповідну деталізацію показників, пов'язаних із забезпеченням

приросту загальної суми портфеля фінансових інструментів інвестування.

2. За видами витрат:

- поточні бюджети — складаються з двох розділів:

а) поточні витрати — витрати виробництва за розглянутим центром інвестицій;

б) доходи від поточної господарської діяльності — загалом це доходи від реалізації майна;

- капітальний бюджет — розглядає капітальні вкладення у розвиток підприємства, що складаються з двох частин:

а) капітальні витрати — витрати на придбання позаоборотних активів;

б) джерела отримання засобів інвестиційних ресурсів (власні інвестиційні ресурси інвестора, залучений пайовий капітал, фінансовий лізинг, кредити банків та ін.).

3. За повнотою номенклатури витрат:

- функціональний бюджет — розробляють за однією (двома) статтями витрат;

- комплексний бюджет — розробляють за повною номенклатурою витрат.

4. За методами розробки:

- стабільний бюджет — не змінюється від зміни обсягів інвестиційної діяльності підприємства (бюджет витрат з проектування підприємства);

- гнучкий бюджет — встановлює поточні і капітальні витрати не в твердо фіксованих сумах, а у вигляді нормативних витрат, які пов'язані з певними обсяговими показниками діяльності.

Виділяють особливу форму бюджету — платіжний календар, який розробляється за окремими видами руху грошових засобів і за підприємством в цілому.

Платіжний календар складається на майбутній місяць і має такі розділи:

- графік витрачання грошей — за всіма видами фінансових зобов'язань;

- графік надходження грошей — розробляється за тими напрямками, де є зворотний потік.

Проведення інвестиційного планування на підприємстві дає змогу йому підвищити ефективність інвестиційної діяльності.

2.4. СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМКИ ЗАЛУЧЕННЯ І ВИКОРИСТАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

В умовах переходу господарства країни до ринкової економіки необхідно розвивати й удосконалювати інвестиційні процеси в Україні для забезпечення відповідним вимогам СОТ і ЄС відтворювальних процесів, доцільно досліджувати методи регулювання інвестиційних процесів і їхні стратегічні напрямки.

Питаннями залучення іноземних інвестицій, стратегіями залучення та дослідження сприятливості факторів клімату країни щодо іноземного інвестування займалися такі відомі вітчизняні вчені як Л. Борщ, А. Гайдуцький, Н. Титаренко, А. Поручник, М. Лучко, Н. Мокарій, І. Матюшенко та інші. Однак у працях цих фахівців, на нашу думку, недостатньо розкрита сутність стратегій залучення інвестицій, стратегії як процесу інвестування, що є невід'ємною складовою у формуванні та прийнятті рішення інвестувати в той чи інший об'єкт (країну, галузь, підприємство), не достатньо розкрито аналіз та процес вибору стратегій інвестування, формування стратегій як таких.

Дієвість інвестиційної діяльності, як на мікро-, так і на макрорівні, визначається ефективністю використання інвестиційних ресурсів. У цьому плані вирішальне значення мають результати господарської діяльності галузей, які забезпечують інвестиційний процес. Їх технічний рівень, організація виробництва, розвиток підприємницької активності, здатність до освоєння інновацій суттєво впливають на інвестиційні ціни, окупність і віддачу інвестиційних ресурсів.

Нерозвинута інформаційно-консультативна інфраструктура (в тому числі державні й некомерційні організації, орієнтовані на супроводження зарубіжного бізнесу) є слабкою ланкою в процесі залучення іноземного капіталу в українську економіку. Найпоширенішим попитом та невід'ємною складовою залучення іноземних інвестицій є попит на якісну інформацію про інвестиційні можливості України, на загальні експертні консультації й організаційно-правове супроводження. Проаналізуємо

види системи оцінювання інвестиційного клімату, де основною перешкодою для іноземних інвесторів є відсутність єдиного державного органу, що має відповідати за інформаційне супроводження закордонного бізнесу.

Так, найвідомішими авторитетними системами оцінок інвестиційного клімату є рейтинги Institutional Investor, Euromoney та BERI.

Рейтинг *Institutional Investor* — це насамперед рейтинг (оцінка) кредитоспроможності країн. Він складається за участю експертів 100 провідних міжнародних банків. Такі оцінки робляться кожних півроку за комплексним показником, що враховує різні аспекти і параметри платіжної спроможності та інвестиційної привабливості 135 країн.

Рейтинг *Euromoney* базується на дослідженні трьох груп індикаторів:

1) ринкових — 40 %; 2) кредитних — 20 %; 3) політико-економічних, які включають політичний ризик, економічне становище та прогноз економічного розвитку, — 40 %.

При формуванні рейтингу в інформаційній системі BERI (Business Environment Risk Index) оцінюються політична стабільність, ставлення до зарубіжних інвестицій, націоналізація, девальвація, платіжний баланс, бюрократичні питання, темпи економічного зростання, можливість реалізації угод, витрати на заробітну плату, продуктивність праці, інфраструктура, умови коротко- та довгострокового кредитування.

Щодо аналізу праць вчених та фахівців, які займалися дослідженням та розробкою методик інвестиційної привабливості, то слід відмітити одну з перших комплексних методик інвестиційної привабливості регіонів України розробленої під керівництвом І.А. Бланка. Вона передбачає ранжування регіонів (областей) за п'ятьма синтетичними (узагальненими) показниками з урахуванням їх значущості:

1) рівень загальноекономічного розвитку регіону (7 аналітичних показників) — 35 %;

2) рівень розвитку інвестиційної інфраструктури регіону (4 аналітичних показники) — 15 %;

3) демографічна характеристика регіону (4 аналітичних показники) — 15 %;

4) рівень розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури регіону (6 аналітичних показників) — 25 %;

5) рівень криміногенних, екологічних та інших ризиків (4 аналітичних показники) — 10 %;

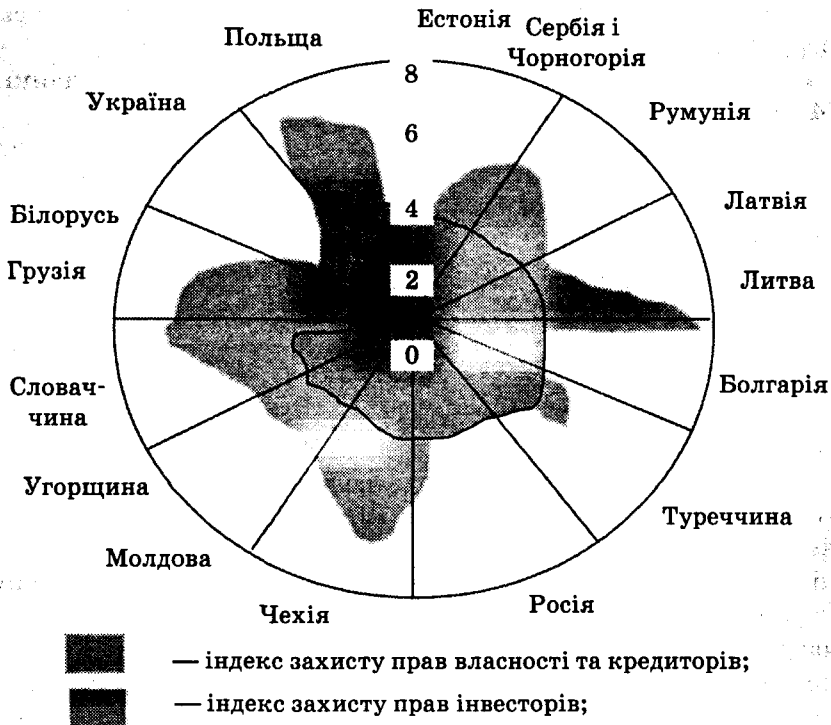
6) показово, що результатами оцінювання найбільш інвестиційно привабливими (як і в Росії) є провідні науково-промислові центри з розвинутою інфраструктурою — Київ і Київська область (1 місце), Дніпропетровська (285), Донецька (3), Харківська (4) та Запорізька (5 місце) області.

За розрахунками Міжнародної фінансової корпорації, за багатьма показниками стан українського бізнес-клімату є гіршим за середній рівень в регіоні (рис. 2.2). Це також стосується відкриття бізнесу, захисту інвесторів, податкового навантаження. В Україні проводиться найбільша кількість процедур, що вимагаються для відкриття бізнесу. Мінімальний для цього стартовий капітал, порівняно із середнім доходом на душу населення, також дуже великий. Є так званий податковий тиск, який підтверджується результатами досліджень щодо скарг з боку українських підприємців. Приклад вищенаведеного: за обсягом часу, який необхідно витратити на підготовку документів та безпосередню сплату податків, Україна є майже рекордсменом. За статистичними даними, гірше українського становища щодо дотримання багатоструктурної ланки з безпосередньої сплати усіх податків для відкриття бізнесу лише в Бразилії.

Індекс захисту прав інвесторів в Україні досяг 2,7 пункта (при максимальному значенні 10). Це один з найгірших показників регіону, який свідчить про низький захист інвесторів (зокрема, міноритарних акціонерів). Кількість документів та підписів при експортно-імпорتنих операціях в Україні нижче середнього у регіоні.

Можливість оперативної доставки вантажу є не тільки умовою успішності національних компаній, але й стимулюванням припливу іноземних інвесторів, які зацікавлені у ввезі комплексуючих та вивезі готової продукції в строк.

Таким чином, за аналізом макроекономічних показників України за 9 міс. 2006 р., можна стверджувати, що номінальні темпи приросту інвестицій в основний капітал (за перше півріччя 2006 р. — 8,5 %) не встигають за зростанням цін. Інвестиції в цілу низку підприємств загальмувалися, коли стали явними



*10 балів — захист сильний, 0 балів — захисту немає

Рис. 2.2. Індекси корпоративного управління в центрально- та східноєвропейських державах (за даними на серпень 2006 р.)

об'єктами для реприватизації. Миттєве внесення змін в законодавство серед фінансового року й раптове переломлення багатьох діючих довгий час бізнес-схем ускладнили цей процес.

Основними напрямками інвестиційної стратегії з погляду максимальної ефективності тепер і в найближчому майбутньому буде поліпшення відтворювальної структури капіталовкладень, підвищення частки витрат на технічне переозброєння і реконструкцію діючих підприємств за рахунок зменшення частки нового будівництва у виробничій сфері. Це забезпечить удосконалення технологічної структури капітальних вкладень, збільшення у їх складі частки устаткування та скорочення, відповідно, будівельно-монтажних робіт.

Міжнародний валютний фонд знизив прогноз темпів зростання української економіки в 2006 р. з 7 до 5,5 %. МВФ наполягає на тому, щоб Національний банк активно скорочував збиткову ліквідність банківської системи, що у свою чергу зменшить інфляцію до однозначної величини. За дослідженнями, проведеними МВФ, можна передбачати, що дефіцит вільного бюджету до кінця 2006 р. не перевищить 2,5 %, а в 2007 р. — 2,25 % ВВП. Аналітики агенції Merrill Lynch заявили світовому суспільству досить песимістичне ствердження, що темпи зростання української економіки — найбільше розчарування 2006 р. Підтвердженням висновків закордонних аналітиків є зниження макропоказників за підсумками 7 місяців 2006 р., зафіксованих Держкомстатом: економічне зростання в Україні, що становило за підсумками 2005 р. 12,1 %, скоротилося до 3,7 %, зниження прогнозу промислового виробництва з 12 до 6,5 %.

Проаналізуємо рекомендації німецької консультативної групи, складені за матеріалами опитування 21 зарубіжної компанії. Основними перешкодами здійснення іноземних інвестицій в Україні порівняно з іншими перехідними економіками є нестабільність законодавства, неспроможність уряду забезпечити належні умови інвестування, нерозвиненість інфраструктури. Результати спільного обстеження ЄБРР і Світового банку стану інвестиційного клімату 20 країн Центрально-Східної Європи і СНД у 1999 р. методом опитування керівників 3000 підприємств (250 — українських) ілюструє рис. 2.3.

За проведенням вищенаведеного аналізу макропоказників слід зробити висновок, що підприємства України з іноземним капіталом зіштовхуються з низкою економічних проблем, з ризиком інвестиційних вкладень, фактором робочої сили, ресурсним забезпеченням, виявленням потенційних конкурентів та ін.

Щодо стратегій у процесі інвестування, то прийняття рішення про вихід на міжнародний ринок має супроводжуватися проведенням маркетингових досліджень.

Найбільш простим способом входження на ринок є експорт продукції. При цьому виробництво та інвестування може здійснюватися у власній країні. За кордон продукція вивозиться або за допомогою міжнародних маркетингових посередників (непрямий експорт), або шляхом проведення власних експортних опе-

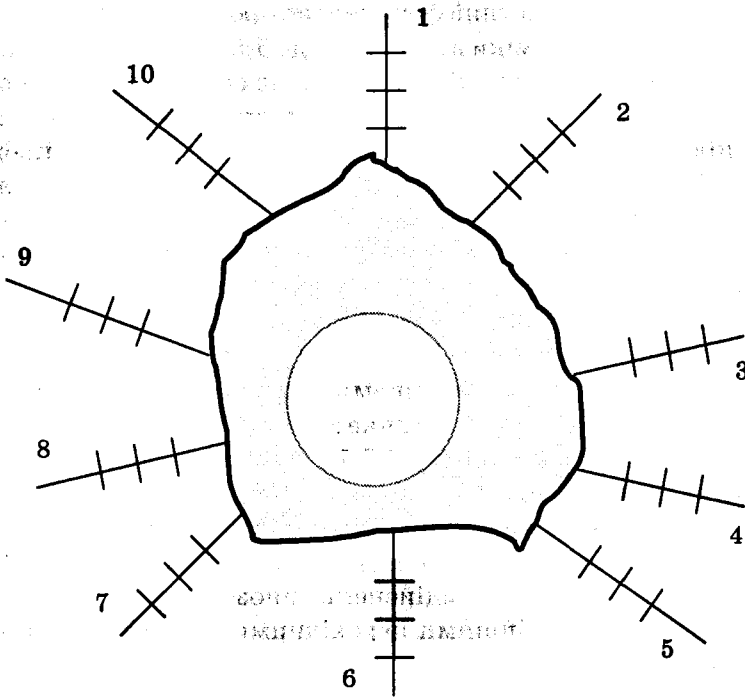


Рис. 2.3. Десятимірний симплекс оцінки інвестиційного клімату України

рацій, що пов'язано з найменшим ризиком, оскільки не потребує закордонних вкладень у виробництво товарів.

Іншим типом вкладень є спільне підприємництво, в результаті якого створюються спільні виробничі потужності з якою-небудь місцевою організацією. Закордонний інвестор може в цьому випадку купити собі частку вже в існуючому підприємстві або за згодою сторін вони можуть створити зовсім нове підприємство.

Так, можна стверджувати, що вкладаючи кошти за кордоном, фірма забезпечує повний контроль над своїми капіталовкладеннями, що дозволяє їй розробити стратегію в області виробництва на довгостроковий період. Багато фірм залучаються до діяльності кількох міжнародних ринків і стають багатонаціональними організаціями. В одній країні вони створюють свою

дочірню компанію, в другій — спільні підприємства, в третю експортують продукцію. Ці фірми належать до транснаціональних компаній (ТНК). ТНК повинні мати великий досвід роботи, виходити з оцінки конкретного зарубіжного ринку, економічних та політичних особливостей кожної з країн.

Проведені маркетингові дослідження українського ринку дали змогу багатьом фірмам-інвесторам та великим світовим виробникам вийти на український ринок майже без будь-яких конкурентів. Так, компанія “Coca-Cola” володіє в Україні близько 67 % ринку, що характеризує правильні маркетингові рішення за інвестиціями в Україні. Надзвичайно великі інвестиційні вкладення, приблизно 9 млрд доларів, дозволили їй зайняти лідируюче становище та випередити всіх конкурентів, у тому числі й “Pepsi-Cola”.

Американський вчений з університету Чикаго Роберт Хеджін визначив стратегії, що використовують кількісні методи як “інвестиційну інженерію”, або *технічні інвестиційні стратегії*. За Хеджином, ці стратегії мають три характеристики. По-перше, стратегія опирається на обґрунтовану теорію. Це означає, що має бути не тільки причина, з якої ця стратегія працювала в минулому, але й, що більш важливо, мають бути основи того, що вона буде працювати і в майбутньому. По-друге, стратегія використовує кількісні характеристики. І, нарешті, має бути можливість оцінювання того, як ця стратегія працювала в минулому. Ця остання характеристика і є причиною, з якої інвестиційні стратегії тестуються на основі минулих даних.

Оскільки портфельний інвестор зіштовхується з низкою проблем при створенні, тестуванні та застосуванні технічних інвестиційних стратегій, то до вищенаведених проблем можна віднести такі:

1. **Недостатність обґрунтування.** Недостатнє обґрунтування того, чому ця стратегія працювала в минулому й чому очікується, що вона буде працювати в майбутньому.

2. **Приховані пропозиції.** Деякі стратегії ґрунтуються на прихованих пропозиціях, що деякі фактори завжди є “добрими”, а деякі — завжди “поганими”.

3. **“Пастка даних”.** “Пастки даних” звичайно зустрічаються тоді, коли дослідник інвестицій знаходить статистичний зв’язок

зок, який не погоджується з жодною інвестиційною теорією або моделлю і є всього лише результатом некоректного відбору даних, спеціальної підгонки статистичної моделі або чистої випадковості.

4. Якість даних. У пошуках технічних стратегій інвестори використовують комп'ютеризовані бази даних. Для них суттєві проблеми точності, можливих пропусків і цілісності даних. Проблема цілісності утворюється при видаленні записів, що стосуються зниклих компаній. У результаті будь-яке тестування потенційної стратегії, яке включає тільки уцілілі компанії, буде "упередженим".

5. Кратні фактори. Багато зі спостережуваних ринкових аномалій тісно пов'язані. Додавання суттєвих коректувань в модель не збільшує прибуток, не знижує ризик. Фактори, які самі по собі не вважаються важливими, стають важливими, якщо їх комбінувати з іншими факторами. Інвестор повинен вміти розпізнавати такі зв'язки.

6. Вплив ринку. При реалізації інвестиційної стратегії одним із компонентів операційних витрат є витрати впливу ринку. Це потрібно при тестуванні стратегії. Прогнозоване підвищення дохідності може бути нейтралізоване впливом ринку.

Динаміка ринкової трансформації економіки України та її розвитку за останні три роки свідчить про вихід держави на шлях сталого розвитку виробництва і підвищення його ефективності. В окремі роки Україна продемонструвала кращі результати з основних економічних показників серед колишніх соціалістичних країн. Це є важливою об'єктивною передумовою для зростання інвестицій в економіку загалом і залучення іноземного капіталу зокрема. Така об'єктивна логіка розвитку економічних та інвестиційних процесів. Однак фактичний стан залучення іноземних інвестицій в економіку України далеко не адекватний її інвестиційним можливостям. Така неадекватність фактичного стану залучення іноземних капіталів можливостям української економіки вимагає більш ґрунтовного вивчення цієї проблеми, з'ясування причин і визначення шляхів її вирішення.

Однією з головних причин цієї невідповідності є відсутність об'єктивної оцінки інвестиційної привабливості економіки, оскільки більшість оцінок щодо інвестиційних можливостей

України, котрі висвітлюються в засобах масової інформації та фаховій літературі, мають дуже загальний характер. Описуються вигідне геополітичне положення України, достатність і збалансованість природних ресурсів, багаті українські чорноземи, задовільний рівень розвитку інфраструктури, високий рівень кваліфікації і низька вартість робочої сили тощо. Але далі словесних оцінок руху немає.

Зауважимо, що суб'єктивні оцінки є важливими для інвесторів, котрі ризикують своїм капіталом, але покладання тільки на них, без знання об'єктивних характеристик, теж великий ризик. Оскільки в системі знань та інформації про економіку України достатньо відомостей для об'єктивної оцінки її інвестиційної привабливості, які мають слугувати основою для прийняття оптимальних рішень. На зазначені вище твердження наведемо деякі приклади, а саме: вдалий вибір шведською компанією об'єктом вкладення інвестицій у переробку томатів Каховського району Херсонської області (та створення компанії "Чумак") значною мірою був зумовлений тим, що місцеве населення, котре проживає навколо Каховського водосховища, традиційно успішно займалось вирощуванням томатів і відчувало гостру потребу в збуті й переробці продукції своїх підсобних господарств. Тому важливе значення має оцінка інвестиційної конкурентоспроможності конкретних регіонів, міст і районів у реалізації конкретного інвестиційного проекту.

Таким чином, інвестиційну привабливість з позиції іноземного інвестора слід розглядати як багаторівневу систему, яка включає: країну, галузь, регіон, підприємство, продукцію. Співвідношення цих рівнів для різних інвесторів може мати різне значення і послідовність. У більшості випадків інвесторів цікавлять усі рівні конкурентних переваг у звичному за масштабом розташуванні: від загального до конкретного.

Опитування інвесторів показало: приймаючи рішення про інвестування в ту чи іншу галузь конкретної країни, вони найчастіше виходять з міркувань привабливості інвестування в ту чи іншу країну порівняно зі своєю країною (або сусідніми), добре відомою їм за власним бізнесом. Для забезпечення об'єктивності такого порівняння та обґрунтованості оцінки це має бути зроблено на основі відповідної системи показників.

Отже, правило, що впливає на прийняття інвестиційних рішень та стратегії закордонних інвесторів щодо обраного об'єкта інвестування можна сформулювати у трьох аспектах:

- 1) специфікація вимог до капіталу, основана на ризику;
- 2) обумовленість способів оцінки активів з метою надання звітності;
- 3) формулювання вимог до інвестицій.

Для зростання обсягів інвестування в економіку України необхідне належне обслуговування інвестиційних процесів та забезпечення належного захисту прав інвесторів. Необхідність прискорення економічних реформ в Україні, активізації залучення та раціонального розміщення інвестиційних ресурсів на конкурентних засадах, вдосконалення обігу цінних паперів та забезпечення захисту прав інвесторів на фондовому ринку потребує зосередження уваги на таких напрямках розвитку вітчизняного ринку цінних паперів:

- удосконалення системи захисту прав інвесторів;
- підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів, розвиток нормативно-правової бази;
- розбудова інфраструктури фондового ринку;
- розвиток системи організованої торгівлі;
- удосконалення діяльності інститутів спільного інвестування;
- удосконалення механізмів корпоративного управління.

Отже, потрібні спеціальні зусилля з боку держави та її інститутів, спрямовані на формування ринкової економіки в цілому та відповідного соціально-культурного середовища. По-перше, необхідно розробити адаптований до умов української ментальності механізм реалізації прийнятих законодавчих актів. По-друге, одночасно з цим формувати позитивну громадську думку, максимально використовуючи засоби масової інформації.

Таким чином, із врахуванням основних стратегічних напрямів розвитку економіки України на сьогодні та за аналізом розвитку інвестиційних процесів в нашій країні досліджено сучасний стан, де суттєвою перешкодою у напрямку залучення іноземних інвестицій є відсутність переорієнтації до шляху вироблення чітких регламентуючих факторів привернення уваги іноземного інвестора з одного боку, і відпрацювання стратегії залучення іноземного капіталу — з іншого.

Викладений аналіз щодо факторів, які сприяють залученню і використанню іноземних інвестицій в аспекті захисту прав інвесторів дає можливість зробити такі висновки щодо стратегії залучення та інвестиційного зростання:

1) найбільш серйозною помилкою економічної політики слід вважати тривале утримання примусового валютного курсу. Цей захід став протидією інфляції, проте він створив умови для відпливу капіталів і розширення “тіньового сектору”;

2) основними напрямками інвестиційної стратегії має бути поліпшення відтворювальної структури капіталовкладень, підвищення частки витрат на технічне переозброєння і реконструкцію діючих підприємств;

3) переорієнтація зовнішньоекономічної діяльності України тільки на ринки розвинутих держав без урахування ринків збуту СНД не сприяє економічному зростанню та інвестиційній активності внутрішніх і зовнішніх суб’єктів господарської діяльності.

2.5. ГРОШОВІ ПОТОКИ В ІНВЕСТУВАННІ

В основі довгострокового аналізу грошових потоків лежить розуміння часової переваги в розпорядженні грошовими коштами, або, по-іншому, *концепція вартості грошей у часі*.

Ця концепція полягає в тому, що грошові кошти мають вартість, яка визначається часовим фактором, тобто ресурси, які є в розпорядженні сьогодні, коштують більше, ніж ресурси, отримані через деякий проміжок часу. Вартість грошей із плином часу змінюється з урахуванням норми прибутку на грошовому ринку, в ролі якого виступає *норма позичкового відсотка*. У цьому випадку під *відсотком розуміють* суму доходів від використання грошей на грошовому ринку. Чим більша величина доходу, тим вища вартість грошових коштів. Таким чином, *вартість грошових коштів визначається втраченою можливістю отримати дохід у випадку найкращого варіанта їх розміщення*.

Є формула складних відсотків, за якою визначається майбутня вартість грошових коштів (сума, яка буде отримана в кінці періоду n):

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

де FV , PV — відповідно майбутня і теперішня вартість грошових потоків, i — відсоткова ставка, n — період часу.

Для визначення приведеної до сьогоденішнього моменту вартості грошових коштів, що передбачається отримати в майбутньому, необхідно дисконтувати ці суми згідно зі ставкою відсотка:

$$PV = FV : (1 + i)^n. \quad (2.2)$$

У процесі порівняння вартості грошових коштів при їх інвестуванні і поверненні прийнято використовувати два основних поняття — майбутня вартість грошей і їх теперішня вартість. *Майбутня вартість грошей* становить суму інвестованих в теперішній період коштів, в яку вони перетворюються через певний період часу із урахуванням певної ставки відсотка. Визначення майбутньої вартості грошей пов'язане з процесом нарощування цієї вартості, яка є поетапним збільшенням суми вкладу шляхом приєднання до початкового його розміру суми відсотка (відсоткових платежів).

Теперішня вартість грошей становить суму майбутніх грошових надходжень, наведених з урахуванням певної ставки відсотка (дисконтної ставки) до теперішнього періоду. Визначення теперішньої вартості грошей пов'язане з процесом дисконтування цієї вартості, що є операцією, оберненою нарощуванню при обумовленому кінцевому розмірі грошових коштів.

У цьому випадку сума відсотка (дисконту) вираховується із кінцевої суми (майбутньої вартості) грошових коштів. Така ситуація виникає в тих випадках, коли необхідно визначити, скільки коштів необхідно інвестувати сьогодні для того, щоб через певний період часу отримати заздалегідь обумовлену їх суму.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. У чому полягає організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту?
2. Інвестиційний аналіз на підприємстві.
3. Інвестиційне планування та його основні параметри.

Термінологічний словник ключових понять теми

Система організаційного забезпечення — сукупність внутрішніх структурних підрозділів та служб, які забезпечують розробку і прийняття інвестиційних управлінських рішень і несуть відповідальність за результати цих рішень.

Інвестиційне планування — процес розробки системи планів і нормативних показників із забезпечення розвитку підприємства необхідними інвестиційними ресурсами і підвищення ефективності його інвестиційної діяльності в майбутньому періоді.

Бюджетування — це складний багатоетапний процес, що починається із висування ідеї і закінчується аналізом системи кількісних показників.

Внутрішній контроль — це організовуваний підприємством процес перевірки виконання і забезпечення реалізації усіх управлінських рішень в інвестиційній діяльності з метою реалізації інвестиційної стратегії.

Інвестиційний контролінг — контролююча система, яка забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямках інвестиційної діяльності підприємства.

Майбутня вартість грошей — сума інвестованих у теперішній період коштів, в яку вони перетворюються через певний період часу з урахуванням певної ставки відсотка.

Теперішня вартість грошей — сума майбутніх грошових надходжень, приведених з урахуванням певної ставки відсотка (дисконтної ставки) до теперішнього періоду. Визначення теперішньої вартості грошей пов'язане з процесом дисконтування цієї вартості, який є операцією, оберненою нарощуванню при умовленому кінцевому розмірі грошових коштів.

Питання для підсумкового контролю знань

1. У чому полягає сутність організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту?
2. Розкажіть про основні напрямки інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту.
3. Дайте характеристику основних форм інвестиційного аналізу.
4. Охарактеризуйте основні складові інвестиційного планування.
5. Дайте стислу характеристику бюджетів інвестування за основними класифікаційними ознаками.
6. У чому полягає сутність концепції вартості грошей у часі?

Тести

1. До яких показників інвестиційного ринку належать ціни попиту і пропозиції на основні фондових інструментів:
 - а) показники, що характеризують кон'юнктуру ринку фондових інструментів;
 - б) показники, що характеризують кон'юнктуру грошових інструментів інвестування;
 - в) показники, що характеризують кон'юнктуру ринку капітальних товарів та послуг?
2. До якої із форм інвестиційного аналізу на підприємстві належить зовнішній інвестиційний аналіз:
 - а) за організацією проведення;
 - б) залежно від обсягу аналітичного дослідження;
 - в) за глибиною аналітичного дослідження;
 - г) за об'єктом інвестиційного аналізу?

3. До якого із принципів інвестиційного контролінгу на підприємстві належить забезпечення контролю пріоритетних показників розвитку інвестиційної діяльності не тільки по підприємству в цілому, але і в розрізі окремих його центрів інвестицій:

а) спрямованість системи інвестиційного контролінгу на реалізацію розробленої інвестиційної стратегії;

б) багатофункціональність інвестиційного контролінгу;

в) орієнтованість інвестиційного контролінгу на кількісні стандарти;

г) відповідність методів інвестиційного контролінгу специфіці методів інвестиційного аналізу?

4. Можливість швидкого й безболісного перетворення активів у гроші це:

а) прибутковість;

б) ліквідність;

в) збільшення капіталу.

5. Інвестори й інші фізичні і юридичні особи, державні й місцеві органи, іноземні держави й міжнародні організації, для яких створюється об'єкт інвестиційної діяльності, це:

а) користувачі об'єктів інвестиційної діяльності;

б) інвестор;

в) замовник.

6. Надання права на участь у керуванні підприємством юридичним або фізичним особам, які повністю володіють або контролюють не менше:

а) 10 % акцій або акціонерного капіталу;

б) 15 % акцій або акціонерного капіталу;

в) 25 % акцій або акціонерного капіталу;

г) 30 % акцій або акціонерного капіталу.

7. Покупка акцій, що не дає права вкладникам впливати на функціонування підприємства й становить менше 10 % загального акціонерного капіталу:

а) прямі інвестиції;

б) портфельні інвестиції;

- в) інтелектуальні інвестиції;
- г) венчурні інвестиції.

8. *Інвестиції, які спрямовуються із фонду відшкодування у вигляді амортизації відрахувань на повне відтворення:*

- а) чисті;
- б) валові;
- в) фінансові;
- г) інноваційні.

9. *Комплекс заходів, спрямованих на підвищення техніко-економічного рівня окремих цехів, виробництв, ділянок за допомогою автоматизації виробничих процесів, це:*

- а) розширення;
- б) реконструкція;
- в) технічне переоснащення.

10. *Якщо 60—70 % доходів від експорту йде на покриття зовнішнього боргу, то це говорить про:*

- а) посилення ризику фінансової нестабільності;
- б) збільшення зовнішнього боргу країни перед іншими державами;
- в) рівень внутрішнього нагромадження;
- г) зниження рівня ризику фінансової нестабільності.

Тема 3

ОЦІНКА ТА ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

- 3.1. Інвестиційний ринок. Його суть, види, інфраструктура.**
- 3.2. Галузеві і територіальні угруповання, асоціації, концерни, промислово-фінансові групи, холдинги.**
- 3.3. Кон'юнктура інвестиційного ринку.**
- 3.4. Ринок інвестицій та інвестиційних товарів.**
- 3.5. Інвестиції в основний і обіговий капітал та основні фонди.**
- 3.6. Регулювання інвестиційних потоків.**

Згідно з теорією економіки пропозиції щодо ефективних заходів проти стагфляції, податковий механізм може впливати й на сукупну пропозицію. На думку прихильників даної теорії, збільшення податків викликає інфляцію витрат через зростання середніх витрат на виробництво продукції. Крім того, при збільшенні податків на доходи домогосподарств зменшуються стимули до праці, а зростання податків на прибуток зменшує привабливість інвестиційних проектів, що скорочує сукупну пропозицію.

3.1. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК. ЙОГО СУТЬ, ВИДИ, ІНФРАСТРУКТУРА

Інвестиційний ринок як економічна категорія — це збалансованість попиту на інвестиції та випереджувальних можливостей підприємців щодо їх реалізації. Розглянемо найбільш важливі термінологічні поняття теми.

Інвестиційний ринок як система є сукупністю економічних відносин, що складаються між продавцями та покупцями інвестиційних товарів та послуг, а також об'єктів інвестування у всіх його формах. *Інвестиційні товари* — це будівельні матеріали, будівельні машини та механізми, будівельні технології (патенти, ліцензії, ноу-хау), типові будівельні проекти і т. ін., що використовуються у процесі здійснення реальних інвестицій.

Сегментація інвестиційного ринку — сукупність ринку об'єктів реального інвестування, ринку інструментів фінансового інвестування та ринку дорогоцінних металів і колекціонування.

У свою чергу ринок об'єктів реального інвестування поділяється на ринок прямих капітальних вкладень, ринок об'єктів, що приватизуються (крім тих, що акціонуються), ринок нерухомості. Ринок інструментів фінансового інвестування поділяється на кредитний, фондовий та грошовий ринок.

• *Інвестиційний ринок як система включає:*

1) суб'єктів ринку — інвесторів, замовників, підрядників, проектні та науково-дослідні організації, постачальників матеріалів та ін.;

2) об'єкти ринкових відносин — будівельну продукцію (будівлі, споруди, об'єкти, їх комплекси); будівельні машини, транспортні засоби, енергетичне та інше обладнання, матеріали та обладнання, капітал, робочу силу, інформацію і т. ін.;

3) інфраструктуру ринку — банки, біржі, брокерські фірми, інституційних інвесторів (пенсійні фонди, страхові компанії та ін.); іноземних інвесторів; агентські, посередницькі, рекламні, інформаційні служби і фірми; інженерно-консультаційні центри; аудиторські фірми; суд; арбітраж та ін.;

4) ринковий механізм;

5) державний контроль, регулювання та саморегулювання ринку. Силами, що рухають ринковий механізм, є наявність попиту та пропозиції, ціна та конкуренція.

Інвестиційна діяльність завжди починається з ринку, оскільки заощаджень і поточних доходів потенційному інвестору для початкового капіталу не вистачає.

У загальному розумінні під інвестиційним ринком розуміють місце, де громадяни і організації, яким необхідні гроші, зустрічаються з позичальниками.

Більш чітким визначенням інвестиційного ринку (ринку інвестицій, ринку інвестиційних товарів) є таке: це сукупність економічних відносин, які складаються між продавцями та споживачами інвестиційних ресурсів, обумовлених попитом та пропозицією на певний вид товарів та послуг.

Стан інвестиційного ринку в цілому залежить від таких категорій, як попит, пропозиція, ціноутворення і конкуренція.

Як на будь-якому ринку врівноваження попиту і пропозиції на інвестиційному ринку відбувається через механізм ціноутворення на базі ціни рівноваги на інвестиційні товари та послуги.

У практичній діяльності інвестиційного ринку є дві форми інвестиційного попиту:

- потенційний попит — виникає за наявності у фізичних або юридичних осіб доходів, але без намірів його інвестувати. Такий попит виступає *інвестиційним потенціалом*, тобто майбутнім джерелом для інвестування;

• конкретний попит — характеризується конкретними намірами на придбання інвестиційних ресурсів.

Механізм дії ціни ринкової рівноваги виражається так:

1. Інвестор, вкладаючи кошти, сподівається отримати максимальний прибуток від їх вкладення з малими витратами, тому основна увага інвесторів зосереджена на інвестиційних товарах з найбільшою нормою прибутковості. Найефективніші активи починають приваблювати великі обсяги капіталу, що призводить до структурних змін на ринку.

2. Структурні зміни приводять до збільшення попиту над пропозицією, ціна активів починає зростати. Висока ціна інвестиційних товарів виступає індикатором привабливості для можливих інвесторів.

3. Перехід і зосередження інвестицій на групі певних активів приведе до збільшення пропозиції інвестиційних ресурсів і, як наслідок, зменшить їх ціну. Тому частина інвесторів починає спрямовувати ресурси у нові високоефективні активи.

4. При стабілізації попиту і пропозиції за рахунок відпливу інвестиційних ресурсів до нових активів ціна на інвестиційні ресурси вирівнюється і встановлюється ціна рівноваги на інвестиційні ресурси.

Основною метою купівлі-продажу інвестиційного товару є отримання доходу, тобто це можна записати за допомогою формули

$$I_{\Phi} \rightarrow \max D_1,$$

де I_{Φ} — інвестиції в будь-якій формі свого вираження (грошовій, товарній, інтелектуальній та ін.);

$\max D_1$ — максимальний прибуток від інвестиційної діяльності.

Як визначає економічна теорія, є різноманітні комплекси і важелі стимулювання або обмеження інвестиційного попиту і пропозиції.

Першочерговим важелем інвестиційного ринку є законодавча база і органи, які займаються її виконанням (Кабінет Міністрів, Національний банк, Міністерство фінансів, Фонд державного майна, Антимонопольний комітет).

Велику роль відіграє функціональна частина інвестиційного ринку — це фінансово-кредитні інститути та сервісні організації, які здійснюють спеціалізовану діяльність.

Загальне функціонування інвестиційного ринку здійснюється через його інфраструктуру. Під *інфраструктурою інвестиційного ринку* розуміють складові інвестиційного ринку (регулююча (законодавство і державні органи); функціональна (фінансово-кредитні інститути); інформаційна, що продемонстровано на рис. 3.1, які формують інформаційне та обслуговуюче середовище, яке дає змогу інвестору працювати з мінімальним ризиком.

Слід зауважити, що поняття “інвестиційний ринок” є узагальнюючим поняттям. Як показує досвід, інвестиційний ринок поділяється на групу ринків. На рис. 3.2 наводиться класифікація ринків, яка може розширюватися.

За участі в інвестуванні приватних фірм, компаній, громадян фінансування реальних інвестиційних проектів, реєстрація та хід виконання цього процесу здійснюються відповідно до укладеного між інвестором (інвесторами) і банком договору та договору, укладеного між організацією, якій доручається централізація коштів і фінансування проектів, та інвесторами.

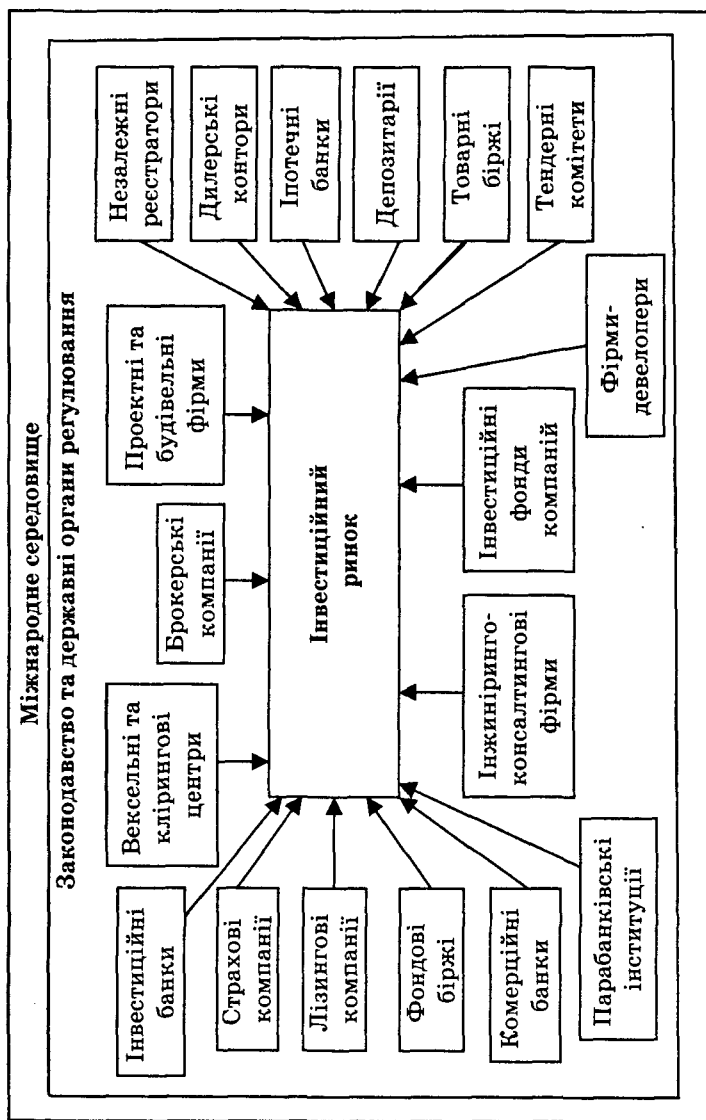


Рис. 3.1. Інфраструктура інвестиційного ринку

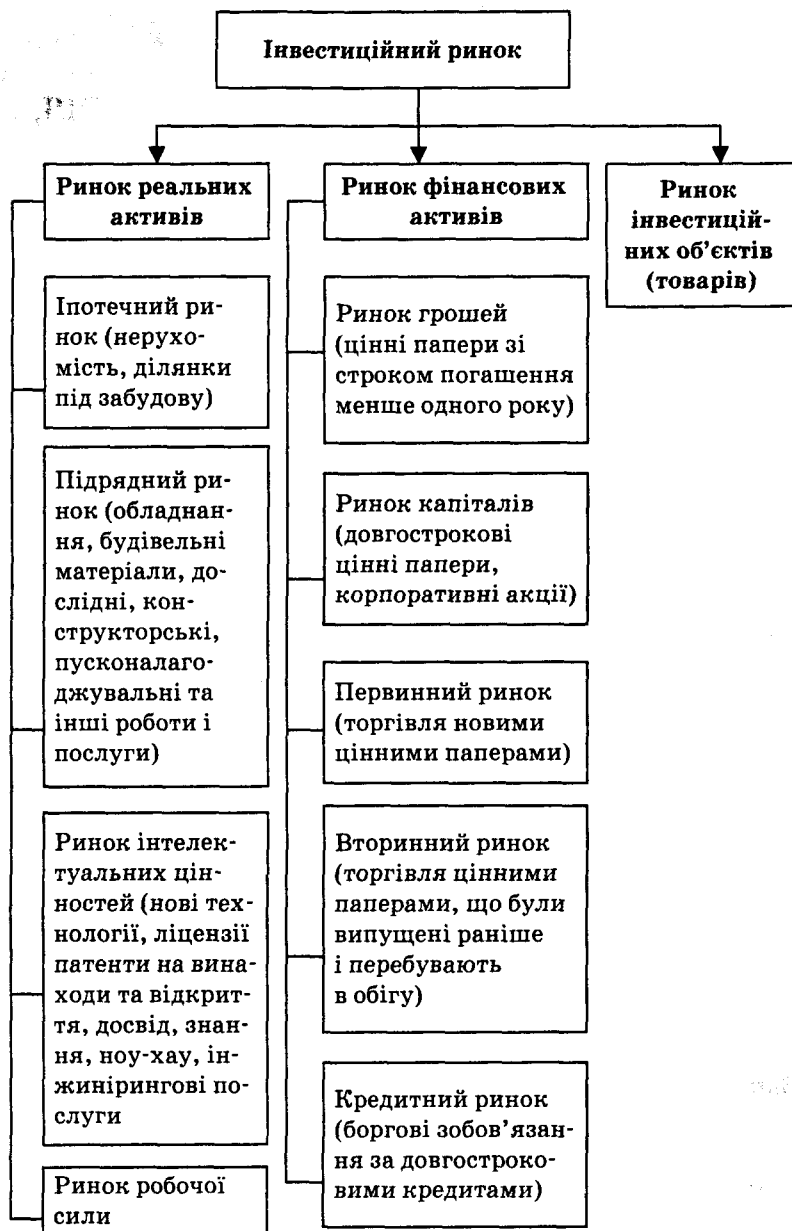


Рис. 3.2. Класифікація інвестиційного ринку

3.2. ГАЛУЗЕВІ І ТЕРИТОРІАЛЬНІ УГРУПОВАННЯ, АСОЦІАЦІЇ, КОНЦЕРНИ, ПРОМИСЛОВО-ФІНАНСОВІ ГРУПИ, ХОЛДИНГИ

Згідно із законодавством в Україні можуть формуватися такі виробничо-господарські утворення.

Акціонерне товариство — товариство, яке має статутний фонд, поділений на окрему кількість акцій, рівну номінальній вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки майном товариства. Акціонери несуть відповідальність за зобов'язаннями в межах акцій, що їм належать. Акціонерне товариство може бути *закритим* і *відкритим*.

Товариство з обмеженою відповідальністю — учасники несуть відповідальність у межах своїх внесків.

Товариство з додатковою відповідальністю — учасники відповідають за борги товариства відповідно до своїх внесків у статутний фонд, а при нестачі цих сум — додатково майном, що належить їм в однаковому для всіх учасників розмірі, кратному до їх внесків.

Повне товариство — це товариство, де всі учасники займаються спільною підприємницькою діяльністю і несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном.

Командитне товариство включає поряд з одним або кількома членами, що несуть повну відповідальність, також одного або декількох учасників, відповідальність яких обмежується сумою внеску в майні товариства.

Законодавство України передбачає в процесі реформування економіки створення різних виробничо-господарських угруповань у вигляді холдингових компаній, промислово-фінансових груп, концернів тощо.

Створюються такі угруповання (*альянси*) з різними цілями, але найчастіше з метою поєднання своїх капіталів для спільної інвестиційної діяльності.

Холдингова компанія звичайно володіє контрольним пакетом акцій інших компаній (дочірніх підприємств) і здійснює контроль над такими юридичними особами.

Промислово-фінансові групи — це промислово-банківський і торговельний концерн — велике угруповання підприємств, банків, торговельних домів, юридичних осіб.

Звичайно угруповання, або альянси, створюються на міжгалузевих засадах, що дає змогу здійснювати спільні інвестиції в найбільш перспективні галузі промисловості.

В Україні промислово-фінансові групи можуть створюватись двох типів: на підставі об'єднання статутних капіталів (так звані *статутні групи*) і на підставі об'єднання всіх фінансових активів і пасивів з єдиним управлінням (договірні у формі *консорціумів*).

3.3. КОН'ЮНКТУРА ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

Під *кон'юктурою інвестиційного ринку* розуміють сукупність факторів і стан інвестиційного ринку, що обумовлюють попит і пропозицію на інвестиційні ресурси і товари.

Кон'юнктура інвестиційного ринку характеризується чотирма стадіями (рис. 3.3).

1. **Підйом кон'юнктури** — пов'язаний із поживленням активності ринкових процесів. Якщо обсяг попиту на об'єкти інвестування зростає, то ціни збільшуються і з'являється конкуренція серед інвестиційних посередників.

2. **Кон'юнктурний бум** — різке зростання попиту на інвестиційні товари і неможливість пропозиції задовольнити попит. Зростання цін на об'єкти інвестування, збільшення доходів інвестиційних посередників.

3. **Послаблення кон'юнктури** — проходить зниження інвестиційної активності, викликане спадом в економіці, насиченням попиту на об'єкти інвестування і деякими надлишками пропозиції.

4. **Кон'юнктурний спад** — на цьому етапі спостерігається найнижча відмітка попиту і скорочується пропозиція об'єктів

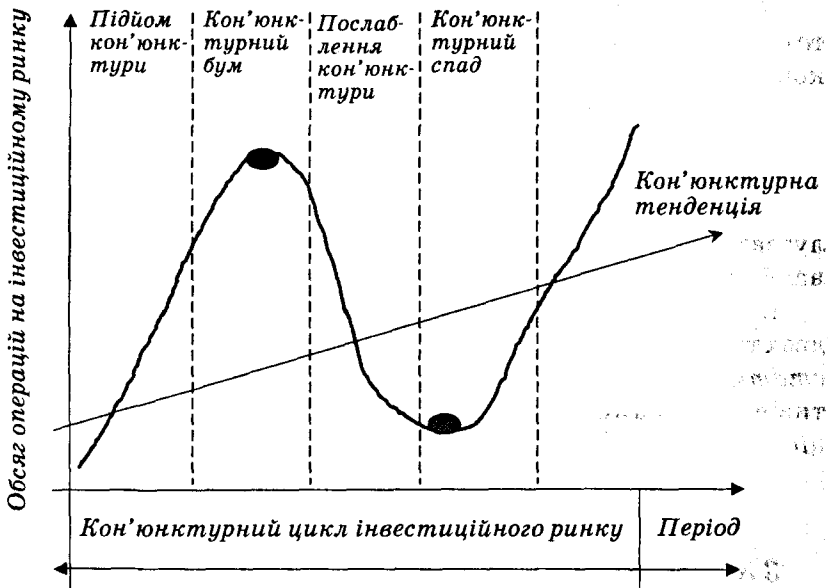


Рис. 3.3. Стадії кон'юнктури інвестиційного ринку

інвестування. Ціни знижуються, інвестиційна діяльність стає збитковою.

Як видно з рис. 3.3, циклічність розвитку притаманна й інвестиційному ринку. Для вдалої реалізації поставлених цілей на інвестиційному ринку слід своєчасно проводити маркетингові дослідження стану кон'юнктури інвестиційного ринку за такими напрямками:

1) макроекономічні показники розвитку інвестиційного ринку, інвестиційна привабливість галузей економіки, регіонів, привабливість окремих компаній регіонів;

2) інвестиційний клімат країни;

3) аналіз інвестиційної активності на тих сегментах ринку, де планується здійснення або здійснюється інвестиційна діяльність;

4) аналіз тенденцій розвитку кон'юнктури ринку;

5) прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку для формування інвестиційної стратегії.

Отже, інвестиційний ринок характеризується:

- суб'єктами ринку;
- об'єктами ринку;
- інфраструктурою ринку;
- кон'юнктурою ринку;
- ринковими принципами регулювання і розвитку;
- контролем з боку держави.

3.4. РИНОК ІНВЕСТИЦІЙ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ТОВАРІВ

Інвестиційний товар — це будівельні матеріали, будівельні машини та механізми, будівельні технології (патенти, ліцензії, ноу-хау), типові будівельні проекти і т. ін., що використовуються у процесі здійснення реальних інвестицій. Виробництво та просування цих товарів на ринку забезпечується елементами інвестиційної інфраструктури.

Основне завдання інвестиційної інфраструктури — обслуговування інвестиційної сфери, задоволення інвестиційного попиту.

Оскільки ринок інвестицій та інвестиційних товарів — це вільне від державного управління підприємство, засноване на різних формах власності та вільному обміні товарів згідно з цінами попиту та пропозиції, то і кількість представників кожного елементу інвестиційної інфраструктури має бути значною. Це потрібно для недопущення монополізації певних функцій певного елементу інвестиційної сфери. Адже монополізація веде до збільшення ціни на інвестиційний товар і породжує інфляційні процеси.

Основним інфляційним товаром є продукція проектно-дослідницьких, будівельних, монтажних підприємств, яка в комплексі утворює *інвестиційний проект*. Звичайно, ринок інвестиційних товарів формується у рамках певного регіону, оскільки ці об'єкти, як правило, прив'язані до місця їх споживання. Цей ринок тільки тоді добре виконує свої функції, коли на роль підрядника претендує декілька фірм. Чим більше у регіоні фірм,

що спеціалізуються на виробництві певного інвестиційного товару, тим вищий рівень конкуренції і нижча ціна реалізації.

Капітальні вкладення — це грошові кошти, які вкладаються в розширене відтворення основних фондів виробничого та невиробничого призначення.

Вони класифікуються за такими групами:

- 1) за формами власності: державні, капітальні вкладення колективних підприємств, капітальні вкладення населення;
- 2) джерелами фінансування: централізовані, децентралізовані;
- 3) призначенням: виробничі, невиробничі;
- 4) адресою: галузеві, регіональні;
- 5) формами відтворення основних фондів: нове будівництво, розширення, реконструкція, технічне переозброєння;
- 6) складом витрат: на будівельно-монтажні роботи, на придбання обладнання, інструментів і проектно-дослідні роботи.

Роль капітальних вкладень в розвитку економіки має такий характер:

- 1) реалізація соціальних програм;
- 2) пропорційне розміщення продуктивних сил країни і гармонійний розвиток галузей народного господарства;
- 3) прискорення темпів розвитку НТП та базових галузей народного господарства;
- 4) виконання програм розвитку ПЕК, житлових програм і програм оновлення виробничих фондів;
- 5) реалізація програм здійснення найважливіших будівництв країни.

Нове будівництво — це створення виробничих потужностей на нових площах за новими проектами. До нього можна також віднести будівництво філіалів, цехів, окремих виробництв, які після завершення будівництва переводяться на самостійний баланс.

Розширення будівництва — це будівництво нових підприємств, цехів, окремих виробництв, які після завершення будівництва не переводяться на самостійний баланс.

Реконструкція — це перебудова діючих цехів, виробництв за єдиним комплексним проектом реконструкції підприємства в цілому.

Технічне переозброєння — це комплекс заходів, спрямованих на підвищення техніко-економічного рівня окремих цехів, виробництв, ділянок за допомогою механізації, автоматизації виробничих процесів, впровадження прогресивної технології та ноу-хау, заміни фізично зношеного і морально застарілого обладнання. Технічне переозброєння здійснюється за окремими проектами і кошторисами на окремі види робіт і витрат.

Технічне переозброєння здійснюється за окремими проектами і кошторисами на окремі види робіт і витрат. Освоєння інвестицій шляхом реконструкції та технічного переозброєння складається з декількох послідовних етапів, обов'язковими з яких є: фінансування будівництва, забезпечення будівництв матеріально-технічними ресурсами та технологічним обладнанням, виробництво будівельно-монтажних робіт, приймання виконаних робіт та готового об'єкта інвестором, розрахунки за виконані роботи. Надзвичайно важливий етап — забезпечення будівництв технологічним обладнанням.

Відтворювальна структура капітальних вкладень — це відсоткове співвідношення витрат, спрямованих на нове будівництво, розширення, реконструкцію і технічне переозброєння діючих підприємств. Чим більша частка витрат на технічне переозброєння і реконструкцію, тим прогресивніша відтворювальна структура. Технологічна структура капітальних вкладень — це відсоткове співвідношення витрат на будівельно-монтажні роботи, обладнання і проектно-дослідні роботи. Технологічна структура перебуває в прямій залежності від відтворювальної структури.

Освоєння інвестицій здійснюється двома шляхами: через фінансування інвестицій або через придбання капітальних активів. І в тому, і в іншому випадку інвестиційний процес проходить стадію капіталізації, де залучаються у будівельне виробництво фінансові та матеріально-технічні ресурси, які шляхом освоєння перетворюються на капітальні активи.

Скларося так, що проектування технологічної частини здійснюють спеціалізовані (галузеві) проектні інститути, а постачанням обладнання повинен займатися інвестор (замовник). Попереднє випробування обладнання має відповідати двом вимогам: конструктивності і технологічності. Обладнання та комплектуючі матеріали в договорах поставки специфікуються відповід-

но до проектно-кошторисної документації, повинні відповідати державним стандартам і мати сертифікати якості.

Прийом виконаних робіт здійснюється в 3 стадії:

- 1) прийом від замовника підрядником;
- 2) прийом від підрядника робочою комісією замовника;
- 3) прийом Державною комісією закінченої перебудови цехів, виробництв тощо. Складається акт про прийняття об'єкта.

3.5. ІНВЕСТИЦІЇ В ОСНОВНИЙ І ОБІГОВИЙ КАПІТАЛ ТА ОСНОВНІ ФОНДИ

Виробничі фонди інвестиційної сфери поділяються на фонди будівельного і виробничого призначення.

До фондів будівельного призначення належать: будівельні машини і механізми, обладнання силове і виробниче, транспортні засоби, виробничі будівлі і споруди, інші основні фонди.

До фондів промислового призначення належать машини, обладнання, передавальні пристрої, транспортні засоби, виробничий інвентар, інструменти строком служби більше року, будівлі і споруди допоміжних і підсобних виробництв, відокремлених на самостійний промисловий баланс, які входять до складу підприємств, організацій і фірм інвестиційної сфери. Поліпшення використання основних виробничих фондів (ОВФ) і, передусім, будівельних машин і механізмів — великий резерв підвищення ефективності реальних інвестицій.

До загальних показників ефективності відносять *коефіцієнт загальної економічної ефективності використання ОВФ* за чистою продукцією і прибутком, а також показник фондівіддачі.

Для забезпечення безперервності процесу відтворення товаровиробники повинні мати не тільки основні, але й *оборотні фонди*. Вкладення в оборотні фонди (оборотний капітал) мають забезпечити запуск виробництва і його ритмічне функціонування протягом усього життєвого циклу. Функція оборотних коштів — здійснення платежів, розрахунків за поставлені товари, виконані роботи, готову продукцію.

Склад оборотних коштів інвестиційної сфери: оборотні виробничі фонди (70 %), фонди обігу (30 %). Величина оборотних коштів будівельної організації залежить від швидкості їх обороту і обсягів будівельно-монтажних робіт, які вона виконує. Для загальної характеристики оборотних коштів розраховується загальна норма оборотних коштів у відсотках; ступінь використання оборотних коштів характеризується двома показниками: а) коефіцієнтом оборотності, або числом оборотів коштів за певний період; б) середньою тривалістю одного обороту в днях.

Структура основних виробничих фондів інвестиційної сфери складається під впливом ряду техніко-економічних особливостей будівельного виробництва, технічного прогресу в будівництві, характеру і структури виконуваних робіт, а також місцезнаходження будівельних організацій і ступеня концентрації будівельного виробництва. Особливістю структури ОВФ інвестиційної сфери є велика частка активної частини фондів (65—70 %).

Балансова вартість ОФ індексується за схемою, яка засновується на строках введення ОФ в експлуатацію і динаміці цін. ОФ безперервно переносять свою вартість на продукцію, яку вони виробляють.

Більш детально розглянемо поняття *інвестованого капіталу* — це гроші, які йдуть в оборот і приносять прибуток інвестору:

$$Г - Т - Г'',$$

де $Г$ — інвестовані грошові кошти;

$Т$ — товар, предмети, засоби праці, робоча сила тощо;

$Г''$ — грошові кошти від реалізації товару, новостворена вартість.

Інвестований капітал після завершення кругообігу повертається до інвестора з прирощеним доходом чи збитком.

Як фінансовий ресурс, капітал може бути підприємницьким та позичковим.

Підприємницький капітал — це вкладення шляхом прямих або портфельних інвестицій у будь-який проект з метою отримання прибутку чи прав управління або того й іншого разом.

Позичковий капітал — це грошові кошти, що передаються у борг на умовах повернення та платності. Позичковий капітал постає як товар, який кредитор надає підприємцю в тимчасове користування з метою одержання позичкового відсотка.

Початковий підприємницький капітал формує статутний капітал — основні та оборотні кошти, вартість яких відображається у стратегії підприємства.

Статутний капітал — це сума внесків (*паїв*) засновників підприємства (компанії) для забезпечення його життєдіяльності.

Вартість внесків (паїв) оцінюється сумісним рішенням засновників підприємства (проекту). Інвестиції, що здійснюються у статутний капітал в іноземній валюті, перераховуються на національну валюту за курсом Національного банку країни.

Порядок формування та розмір статутного капіталу, а також його зменшення чи зростання регулюються законодавством та установчими документами.

Фінансовий капітал — це сумарні активи компанії, інвестовані або доступні для інвестування. Під фінансовим капіталом розуміються акції та інші інструменти, які є свідченням власності.

Однією зі складових інвестиційного ринку є ринок інтелектуальних товарів та послуг. На цьому ринку обертається особливий товар, що є інтелектуальною власністю людини або групи людей. Товарну форму отримує продукт інтелектуальної діяльності індивідуума чи колективу.

Тому інтелектуальна власність може виступати у двох формах: індивідуальній і колективній.

Залежно від виду інтелектуальна власність по-різному реалізується на ринку інтелектуальних товарів і послуг.

В більшості випадків інтелектуальні товари і послуги стають об'єктом інвестицій, однак вони можуть реалізовуватись і на споживчому ринку. Інвестор купує інтелектуальні товари й послуги з метою їх використання в інвестиційній (підприємницькій) діяльності і отримання в майбутньому доходу. Тому вкладання в інтелектуальну власність прийнято вважати інтелектуальними інвестиціями.

Посередницькі функції на ринку інтелектуальних товарів та послуг здійснюють брокерські фірми і науково-консультаційні центри, що мають банки даних про новітні винаходи, промислові зразки, захищені патентами і ліцензіями, інформаційними банками даних за іншими інтелектуальними товарами і послугами.

Ці фірми мають також банки даних про дипломованих (що мають сертифікат) спеціалістів, що мають знання, навички і досвід в різних напрямках науки і техніки, які можуть бути залучені до здійснення того чи іншого інвестиційного проекту. Більшість країн із ринковою економікою мають в інтелектуальній сфері цілу низку установ, що функціонують за рахунок субсидій з боку фірм і окремих приватних осіб. Це так звані неприбуткові організації. *Інтелектуальні інвестиції здійснюються у вигляді:* придбання виключних прав використання — купівлі патентів, ліцензій.

3.6. РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПОТОКІВ

Іноземні інвестиції відіграють велику роль в економічному розвитку будь-якої держави незалежно від рівня її економічного розвитку.

Важливість прямих іноземних інвестицій (ПІІ) значно зростає у 80—90-х роках, коли їх почали розглядати як один із основних засобів інтеграції національної економіки у світове господарство на основі перенесення виробничих потужностей, передавання капіталу, передавання технології, управлінського досвіду і навичок, інновацій у країну, що приймає, нерідко в більшу економіку (щоб досягти так званого “ефекту масштабу”).

ПІІ відіграли важливу роль в економічному розвитку багатьох країн. Яскравим прикладом є нові індустріальні економіки Східної Азії і Латинської Америки. У чотирьох країнах — членах Асоціації держав Південно-Східної Азії (АСЕАН) — Малайзії, Філіппінах, Індонезії і Таїланді — приплив іноземних інвестицій у деякі галузі промисловості (головним чином в електроніку й автомобілебудування) сприяв трансформації структури національних економік і зміні їхньої спеціалізації від експортерів сільськогосподарської продукції і мінеральної сировини до великих виробників і експортерів переважно готової промислової продукції. ПІІ безпосередньо впливають на формування інвестиційних фондів країни, що приймає. Можливо, іноземні капіталовкладення зможуть стати додатковим джерелом

поповнення національних капіталів, що сприятиме розширенню капітальних ресурсів країни, яка приймає. Частка останніх виявляється більшою, ніж фактична частка іноземних інвестицій. Наприклад, у країнах, що розвиваються, частка ПІІ у валових внутрішніх капіталовкладеннях у середньому становила близько 7 % у період 1991—1997 рр., хоча в обробній індустрії цей показник значно вищий. Цей ефект може бути пов'язаний із конкуренцією між національними фірмами.

Іноземні інвестиції сприяють економічному зростанню економіки країни, що приймає на основі ефективнішого використання національних ресурсів. Можна виділити *два канали ефективності*.

1. Прихід іноземних фірм на національний ринок призводить до заміщення чи витіснення менш ефективних національних компаній, що спричинює перерозподіл внутрішніх ресурсів між більш і менш рентабельними компаніями і сприяє зростанню середнього рівня продуктивності праці і середніх доходів на душу населення у країні, що приймає. Іноземні інвестори не одержують економічних переваг від зростання продуктивності праці у вигляді більшого прибутку на відміну від резидентів країни, що приймає, які мають вищий середній рівень доходів за рахунок припливу ПІІ.

Створення закордонних філій і дочірніх компаній сприяє підвищенню середнього рівня продуктивності праці. Розрізняють дві основні *причини* цього явища:

1) іноземні компанії мають вищий рівень вкладення капіталу на одиницю праці, що безпосередньо впливає на зростання продуктивності праці;

2) як правило, іноземні компанії — більші структури (порівняно з національними фірмами) і сприяють зростанню продуктивності праці за рахунок так званого ефекту масштабу.

Крім того, в іноземних компаніях вищий середній рівень заробітної плати з урахуванням того, що певна частка зростання середньої продуктивності, пов'язана з припливом ПІІ, проходить через місцеві фактори виробництва.

2. Другий канал ефективності іноземних інвестицій пов'язаний із посиленням конкуренції на місцевих ринках за рахунок іноземних компаній. Діяльність останніх спонукає національні фірми працювати ефективніше. У такий спосіб діяльність

закордонних фірм сприяє швидшій передачі нової і передової технології й удосконаленій практики менеджменту місцевим фірмам на основі вертикально інтегрованих зв'язків і так званого показового (чи демонстраційного) ефекту.

Транснаціональні корпорації (ТНК) надають країні, що приймає, свої міжнародні канали закупівель, виробництва і збуту, що створює умови для доступу на світовий ринок національних фірм і розширення чи, навпаки, скорочення їхніх зв'язків із місцевими постачальниками.

Як правило, ТНК реінвестують велику частину отриманого прибутку в дочірні компанії і меншу частину прибутку вивозять за кордон. Тобто на відміну від місцевих фірм вони більше зацікавлені в тому, щоб залишати отримані прибутки для реінвестування у країні, що приймає. Це також сприяє вищому рівню формування капітальних фондів у національній економіці. Навіть коли ТНК використовують національні джерела фінансування капіталовкладень, їхня експансія може здійснюватися на основі формування капіталу, якщо вона не веде до витіснення місцевих виробників.

Дослідження впливу іноземних інвестицій на економічний розвиток країни, що приймає встановили, що:

- ПІІ можуть збільшити обсяг сукупного капіталу, а відтак, сприяти економічному зростанню. Однак необхідно, щоб іноземні інвестиції не витіснили відповідні суми національних капіталів унаслідок зростання конкуренції на ринках: ПІІ сприяють економічному зростанню, якщо вони більш рентабельні прибуткові порівняно з національними капіталовкладеннями;

- внесок ПІІ у посилення економічного зростання можливий тільки за наявності зв'язку між ПІІ і рівнем кваліфікації трудових ресурсів.

ПІІ позитивно впливають на економічний розвиток країни, що приймає, сприяючи зростанню ефективності складових факторів економічного розвитку на основі реструктуризації економіки, розвитку інфраструктури, сприяння зайнятості місцевої робочої сили, передачі технологій, управлінського досвіду, права користування торговою маркою материнської компанії та ін. У держави, що приймає ПІІ, немає явних причин обмежувати приплив довгострокового капіталу у формі інвестицій. Але будь-яка держава здійснює регулювання припливу іноземних інвес-

тицій на основі різного роду заходів, у т. ч. здійснюючи вплив на обсяг залучуваних інвестицій, їх галузевий розподіл.

При розробці національної політики регулювання інвестиційних потоків держава враховує їхній можливий негативний вплив. На думку закордонних аналітиків, варто виділити три моменти:

1) вкладення іноземного капіталу у виробництво відбувається одноразово, а вивезення прибутку — постійно. Це зумовлює вирівнювання обсягу раніше завезеного (у формі капіталовкладень) і вивезеного капіталу (у формі прибутку й доходів). Отже, відбувається “старіння” інвестицій. Однак далеко не завжди інвестор повністю вивозить отриманий прибуток. Щоб стимулювати реінвестування отриманого прибутку в країні, що приймає, необхідний стабільний і сприятливий інвестиційний клімат;

2) як відомо, капітал (іноземний чи національний) вкладається в галузі, що забезпечують найшвидшу і найбільш ефективну віддачу, що може призвести до диспропорційного розвитку національної економіки, якщо держава не буде регулювати напрями капіталопотоків. Вищесказане стосується також екологічно брудних галузей виробництва, які переносяться з промислово розвинених країн у держави, що розвиваються, і в країні з перехідною економікою з порівняно “м’якими” стандартами захисту навколишнього середовища;

3) виділяють і психологічний момент. Зокрема, негативне ставлення приватнопідприємницького сектору, окремих громадян країни, що приймає, до володіння іноземним капіталом прибутковими галузями, компаніями, впливом, який вони справляють на визначення стратегії розвитку тієї чи іншої галузі економіки та ін.

Будь-яка держава як інститут влади повинна відігравати активну роль у розробці й реалізації політики залучення іноземних інвестицій з метою:

- сприяння економічному зростанню країни;
- забезпечення економічного суверенітету і/чи одержання максимально можливих економічних переваг.

Перша мета вимагає збільшення частки іноземної власності у статутному капіталі фірми і контролю з боку закордонних власників, наприклад у тих галузях, де залучення капіталовкладень позитивно впливає на зростання продуктивності праці в країні,

що приймає. Друга мета вимагає вищої частки національної власності і збереження контролю над місцевими інвесторами.

Державна політика країни, що приймає, стосовно іноземного капіталу передбачає:

- *політику регулювання інвестицій* з метою одержання максимуму прибутку на одиницю вкладеного капіталу. Наріжний камінь цієї політики — найбільш ефективна віддача від вкладеного іноземного капіталу;

- *політику стимулювання* для залучення максимально можливого обсягу капіталу. Тут важливіше забезпечити потенційно найбільший приплив інвестицій, а не їхня ефективність.

Як правило, держава як інститут влади паралельно проводить політику в обох напрямках: і політику регулювання, і політику стимулювання іноземних капіталів. Але перевага надається одному із цих напрямів залежно від рівня економічного розвитку країни і лобювання урядом інтересів відповідних груп населення.

Уряд кожної держави вибирає національну інвестиційну стратегію, що відповідає поставленій меті і пріоритетам економічного розвитку. Але можна визначити таку закономірність, що склалася наприкінці 80-х років у промислово розвинених країнах: чим вищий рівень економічного розвитку держави, тим вільніший допуск ПІІ. У країнах, що розвиваються, тенденція зворотна. При цьому в більш економічно розвинених державах превалює політика регулювання, коли держава підтримує національні компанії, забезпечуючи їм умови для більшої конкурентоспроможності на внутрішніх ринках. У найменш розвинених країнах діє політика стимулювання іноземних інвестицій, спрямована на сприяння максимально можливого залучення капіталу. Однак внаслідок нестабільного і несприятливого інвестиційного клімату підвищеного рівня ризику приватні інвестиції практично не вкладаються в економіку цих держав. *Перше*, це відбудеться внаслідок зниження законодавчо визначених ставок податку на доходи корпорацій (такий процес відбувається не тільки в Європі, але й по всьому світу). Так, вже в 2005 р. Нідерланди знизили ставку податку на корпорації з 34,5 % до 31 %. До 2007 р. ця країна має наміри знизити ставку до 30 %, і тоді реальні податки становитимуть 16,5 %. Аналогічний крок планує зробити Фінляндія. Ставка податку на корпо-

рації буде знижена у найближчий період на 3 %, і тоді ефективна ставка податку на інвестиції становитиме для країни 17,5 %.

По-друге, згідно з розрахунками економістів Credit Suisse First Boston інфляція в еврозоні перевищила 3 % наприкінці поточного 2006 р. Тобто буде перевищувати показник, який був закладений при розрахунку ефективної маржинальної ставки податку. Це може виникнути внаслідок високих цін на нафту, хоча індекс базової інфляції (виключаючи ціни, що часто змінюються на харчування та енергоносії) не перевищить 2 %. Обираючи країну для здійснення інвестування, фінансові менеджери повині проаналізувати величезний масив інформації. Види податків в усіх країнах настільки численні, що за підрахунками економістів на прикладі США, якщо *замінити всі федеральні та місцеві податки плюс податок на доходи корпорацій одним фіксованим збором*, то це дозволило б додатково залучити в економіку тільки 2 трлн дол. Крім доволі великої кількості місцевих та загальнонаціональних податків, *важливе значення мають також норми закону про оподаткування прибутку підприємств, що використовуються в країні*. Вони безпосередньо впливають на величину валових витрат і, як наслідок, на розміри прибутку. Саме тому при виборі країни для здійснення інвестицій фінансові менеджери як правило використовують тільки один показник із всієї системи оподаткування підприємницької діяльності — *податок на доходи корпорацій*.

Однак такий підхід може призвести до зовсім неправильних результатів. Враховуючи всі фактори, що впливають на оподаткування інвестицій, можна розрахувати так звану *маржинальну ефективну ставку податку на інвестиції*.

Ця ставка демонструє ту частину доходів корпорацій, яку вони реально можуть заплатити з отриманням доходів в іноземній державі.

Маржинальну ефективну ставку податку на інвестиції можна розрахувати так: зменшення рентабельності в результаті дії фактора оподаткування ділиться на рентабельність інвестицій без врахування оподаткування (прибуток до/після оподаткування ділиться на обсяг інвестицій). При цьому вона зв'язана на рівень ризику і на рівень інфляції в країні.

Оскільки рентабельність виробництва й сфери послуг може суттєво відрізнятись, то це можна розрахувати окремо. Ставки,

наведені в табл. 3.1, розраховані на основі показників за станом на вересень 2006 р. Однак деякі дані, покладені в основу розрахунків, можуть змінитися вже у найближчий час.

У східноєвропейських країнах на відміну від України, підприємцям немає необхідності доводити, що понесені видатки пов'язані з веденням бізнесу. Саме це й призвело до досить привабливо низької ефективної ставки податку. А Швеції вдалося знизити ефективну ставку внаслідок дозволу на прискорену амортизацію.

За підрахунками економістів, найбільш сприятливий режим інвестування з огляду на оподаткування — в Ірландії, Ісландії, Словачії та, як це не дивно, у Швеції, країні, яка відома значними соціальними пільгами та виплатами й високими ставками податків. Особливо вражає відмінність між ставкою податку на доходи корпорацій та ефективною ставкою для Словачії та Чехії. Відмінність додаткових податків, демократичний підхід до формування складу валових витрат, дозвіл на прискорену амортизацію знизили першопочаткову цифру практично на 10 %.

У Німеччині ж негативний вплив високих муніципальних податків посилюється неадекватними сучасним стандартам бухгалтерського обліку правилами підрахунку запасів на складі, що не дають можливості враховувати інфляцію (непередбачена індексація залишків на складі).

В усьому світі *спеціальні економічні зони (СЕЗ)* — це території зі спеціальними митними режимами та іншими пільгами, що стимулюють імпорт комплектуючих та експорт готової продукції (як правило, високотехнологічної). За своєю першочерговою метою території пріоритетного розвитку (ТПР) покликані заохочувати інвестиції в депресивні райони, в першу чергу для створення нових робочих місць. Наприклад, згідно з правилами ВТО, регіон має право на субсидії, якщо його ВВП на душу населення становить менше 85 % середнього показника по країні. Або якщо безробіття більш ніж на 10 % перевищує середній рівень. А українське законодавство з приводу інвестиційної діяльності у спеціальних економічних зонах не містить чітких критеріїв того, яким регіонам надавати пільги, а яким ні. Тому СЕЗ та ТПР охопили лише 10 % країни (рис. 3.4).

При цьому території пріоритетного розвитку можуть поширюватися на більшу частину області (наприклад, Донецької) або

Таблиця 3.1. Порівняльна таблиця ставок податку на доходи корпорацій та маржинальної ефективної ставки податку на інвестиції

Країна	Законодавчо визначена ставка податку	Ефективна ставка для виробництва	Ефективна ставка для сфери послуг	Ефективна ставка в середньому для всіх підприємств
Німеччина	38,4	37,7	36,3	36,9
Італія	39,4	33,3	38,1	36,2
Росія	22,0	35,0	34,1	34,5
Франція	35,4	33,3	33,4	33,3
Греція	32,0	33,0	27,8	29,3
Іспанія	35,0	29,9	25,8	27,3
Норвегія	28,0	26,1	24,7	25,1
Нідерланди	31,5	25,3	24,9	25,0
Фінляндія	26,0	23,5	22,4	22,9
Люксембург	30,4	21,4	22,1	21,9
Великобританія	30,0	22,7	21,2	21,7
Бельгія	34,0	21,4	21,3	21,4
Польща	19,0	20,6	20,0	20,2
Данія	30,0	20,6	19,4	19,8
Австрія	25,0	20,3	18,8	19,4
Угорщина	16,0	18,8	17,7	18,2
Чехія	26,0	21,3	14,0	17,7
Швейцарія	22,0	16,9	17,1	17,0
Ірландія	12,5	14,1	13,2	13,7
Португалія	27,5	11,7	14,6	13,5
Швеція	28,0	12,8	11,6	12,1
Ісландія	18,0	13,1	11,6	12,1
Словацьчина	19,0	9,6	8,7	9,1

Джерело: C.D. Howe Institute.

на всю область (Закарпатська). Однак у Закарпатській області інвестори минули гірські райони (низькі доходи жителів яких і є однією з головних проблем) й зосередились біля міст. Виявилось що інвестори від цього кроку мають наслідок дефіциту робочої сили.

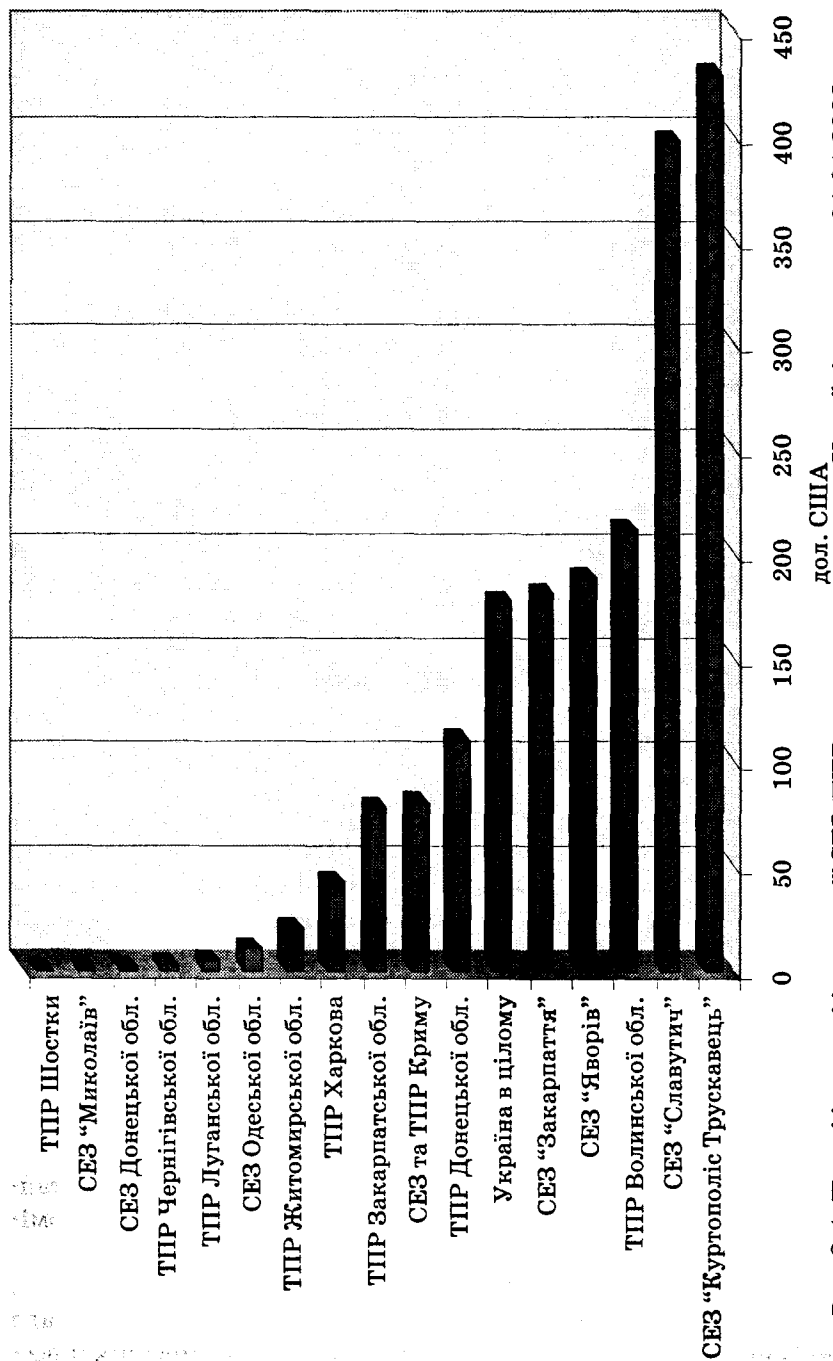


Рис. 3.4. Прямі іноземні інвестиції СЕЗ/ТПР на душу населення в Україні станом на 01.01.2006 р.

дол. США

Україна на відміну від Польщі та Китаю не стала витрачати кошти на інфраструктуру спеціальних зон та їх рекламу. Саме тому в деякі зони та території інвестиції так і не потрапили. З цієї ж причини інвестиції у спецзони окуповуються повільно — інвестори повинні були за свій рахунок провести воду, газ, електропостачання, каналізацію, а також побудувати під'їзні шляхи.

Державна політика регулювання іноземних інвестицій має проводитись стосовно закордонної власності, у податковій і митно-тарифній сферах, у валютній і ціновій сферах і т. ін. На практиці вона реалізується за допомогою різного роду заходів. Однією із загальноприйнятих класифікацій заходів державної політики є класифікація, розроблена ОЕСР, що включає *п'ять груп заходів*. Найбільш динамічними вважаються заходи торгової політики завдяки лібералізації в рамках багатосторонніх торгових переговорів у ГАТТ/ВТО. Саме ці заходи найбільше впливають на обсяг і напрями капіталопотоків.

І група — заходи торгової політики

1. *Митно-тарифні й кількісні обмеження.*
2. *Галузеві обмеження імпорту, у т. ч. "добровільні" обмеження експорту.*
3. *Технічні бар'єри* — національні стандарти, правила безпеки, охорони здоров'я та ін. Перераховані вище заходи стимулюють інвестиції, орієнтовані на заміщення ринкових потреб (імпортозаміщуючі галузі), але обмежують усі інші інвестиції.
4. *Підписання регіональних економічних угод про формування зон вільної торгівлі, митних союзів, спільних ринків.* Сприяє зростанню взаємних інвестицій країн — учасниць угруповання, стимулює ТНК до розвитку регіонального інтегрованого виробництва.
5. *Введення правил про походження товарів.* Сприяє зростанню інвестицій у виробництво проміжної продукції.
6. *Створення експортно-виробничих зон.* Стимулює зростання інвестиційних вкладень в експортно орієнтовані й трудомісткі галузі.
7. *Фінансування експорту.* Стимулює прямі інвестиції, орієнтовані на використання місцевих трудових ресурсів, але може негативно позначитися на експортно орієнтованих інвес-

тиціях у тих випадках, коли субсидії є заміною девальвації національної валюти чи існує небезпека вжиття відповідних заходів.

II група — заходи стимулювання залучення іноземних інвестицій

1. *Податкові пільги.*
2. *Пільги в митно-тарифній сфері.*
3. *Субсидування інвестицій.* Стимулюють пряме інвестування в галузі, розвиток яких є бажаним з погляду національних інтересів.
4. *Повне скасування обмежень щодо виходу на місцевий ринок виробників послуг.* Стимулює інвестиції у сферу послуг, а відтак — усі види інвестицій.
5. *Фінансова допомога іноземним інвесторам, зокрема для розвитку інфраструктури, підготовки кадрів.* Стимулює всі інвестиції і може використовуватися для розширення їхнього обсягу.

III група — обмежувальні заходи стосовно іноземних інвестицій

1. *Капітали місцевих компаній.*
2. *Обмеження на переведення капіталу й прибутку за кордон.* Обмежують фінансові потоки за кордон.
3. *Обмеження обсягу виробництва.* Обмежують виробництво.
4. *Виробничі вимоги.* Замінюють імпорт.
5. *Вимоги стосовно передачі технології.* Вимагають передачі технології.
6. *Вимоги стосовно обов'язкового продажу певної частки виготовленої продукції на місцевому ринку.* Замінюють імпорт.
7. *Вимоги збалансованості торгівлі.* Замінюють експорт інших товарів.
8. *Встановлення норми вмісту місцевих компонентів у вартості готової продукції, виробленої на підприємстві із закордонним капіталом.* Замінює імпорт.
9. *Вимоги стосовно розширення експорту товарів.* Замінюють експорт інших товарів.
10. *Вимоги заміщення імпорту товарів.* Замінюють імпорт.

11. *Заборона на функціонування на місцевому ринку, у т. ч. обмеження на створення спільних підприємств.* Обмежує всі прямі інвестиції, але особливо негативно впливає на високотехнологічні інвестиційні проекти, пов'язані з придбанням патентів і ліцензій.

12. *Валютні обмеження.* Обмежують фінансові перекази за кордон.

IV група – заходи стосовно компаній, що здійснюють обмежувальну ділову практику

1. *Заходи стосовно переділу ринків.* Обмежують експорт.

2. *Заходи стосовно організації тендерів.* Заходи стосовно відмови від дилерських зв'язків. Обмежують експорт/імпорт.

3. *Заходи стосовно відмови від виняткових дилерських зв'язків.* Забороняють експорт.

4. *Заходи стосовно встановлення трансферних цін.* Зумовлюють до низьких цін на експорт.

5. *Заходи стосовно диференціації цін.* Призводять до встановлення завищених цін.

6. *Заходи стосовно фіксації цін.* Призводять до встановлення завищених цін.

7. *Заходи для "зв'язаної торгівлі".* Замінюють інший імпорт/експорт.

8. *Заходи для підтримки роздрібних цін.* Призводять до встановлення завищених імпортних цін.

V група — обмежувальні і стимулюючі заходи, прийняті країнами базування ТНК (чи країнами — експортерами капіталу)

1. *Заходи щодо обмеження експорту закордонних філій на територію країни базування головної компанії ТНК.* Обмежують торгівлю.

2. *Податкові пільги стосовно переведення доходів і прибутку від ПІІ в країну базування.* Субсидують інвестиції.

3. *Пільгове кредитування малих і середніх компаній, що вкладають ПІІ в економіку головним чином країн, що розвиваються, і держав з перехідною економікою.* Субсидує інвестиції.

4. *Система інвестиційного страхування чи гарантування можливих економічних і політичних ризиків, пов'язаних зі*

зміною загальноекономічних умов господарювання в країні, що приймає.

5. Створення спеціальних органів з підтримки іноземного інвестування.

6. Розробка програм на підтримку інвестицій.

7. Надання інформаційних послуг для організації виставок, ознайомлювальних поїздок, спеціальних маркетингових досліджень, реклами на державних телеканалах, використання державних візитів і поїздок.

У цілому національна політика країни, що приймає, впливає на галузеві напрями інвестиційних вкладень і (менше) на величину залучуваного капіталу.

Наявність ефективних правових умов допуску і функціонування іноземних інвестицій — попередній критерій оцінювання інвестиційного клімату країни, що приймає.

Більш істотну роль відіграє наявність таких макроекономічних факторів:

- *місткість ринку країни, що приймає*, обумовлена обсягом ВВП і середнім доходом на душу населення. Привабливість країни як бази подальшого експорту товарів на зовнішній ринок зростає, що пов'язано зі зниженням рівня торгових бар'єрів, транспортних витрат. Однак практика невеликих за місткістю внутрішнього ринку економік (Гонконг чи Сінгапур) підтверджує, що обсяг економіки не повинен бути бар'єром на шляху залучення іноземних інвестицій;

- *рівень політичного ризику країни*. Цей показник визначають як спеціальні підрозділи ТНК (дані показують, що близько 80 % усіх ТНК мають подібні підрозділи в рамках своєї внутрішньофірмової структури).

У цілому податок, який платять корпорації з доходу від інвестицій за кордон, залежить від багатьох факторів — ставок амортизації, методу врахування запасів, ставок місцевих податків. Деякі країни встановлюють зовсім непередбачувані додаткові "побори", як наприклад, податок на фінансові транзакції, або додатковий податок на інвестиції в машинобудуванні в Китаї. Також безпосередньо впливає на розмір прибутку, який залишився у розпорядженні підприємства, й те, що законодавець може дозволити віднести на валові витрати.

У період економічної та політичної нестабільності питання диверсифікації джерел доходу стає особливо актуальним. Намагаючись уникнути високих ризиків підприємницької діяльності в рідній країні, український бізнес протягом 1998—2006 рр. переважно розвивається за кордоном. Такі придбання як Huta Czestochowa у Польщі або Dunafert в Угорщині “Індустріальним союзом Донбасу” відомі всім, й може скластися думка, що інвестування в Європу під силу тільки великим гравцям ринку. Однак, як це доводять співвласники одеської компанії “Реста”, представники середнього бізнесу також можуть використовувати цей важливий *інструмент диверсифікації ризиків* й успішно вести підприємницьку діяльність у стабільних й передбачуваних країнах. Приклад — відкриття компанією “Реста” у 2002 р. ресторану Le Veranda у Празі. Нині цей заклад входить до марки Mishelin — міжнародний путівник для гурманів, що рекомендує тільки перевірені інспекторами ресторани.

Низький приплив іноземного капіталу до України пояснюється відсутністю з боку держави функціонування на законодавчому рівні ефективних інструментів залучення інвестицій, якими виступають *територіальні пільги*.

До 2005 р. територіальні пільги в Україні використовувались просто як захід розрахунків із лояльною до влади регіональною елітою, оскільки спеціальні економічні зони (СЕЗ) та території пріоритетного розвитку (ТПР) не стали у свій час, як це передбачалося, локомотивом інвестицій, оскільки першочерговою метою їх створення було намагання ухилитися від податків та контрабандних намірів з боку деяких державовладців.

Сьогодні з офіційним отриманням у кінці грудня 2005 р. статусу країни з ринковою економікою в Україні при підготовці бюджету 2007 р. робиться спроба часткового оновлення пільг для інвестиційних проєктів, зареєстрованих в рамках СЕЗ та ТПР. Основна мета має полягати у поверненні інвесторам зі спецзон пільг щодо сплати податку на прибуток, ввізних мит та НДС. Пільги у поєднанні з високим рівнем корупції в нашій країні давали можливість без мита завозити продукцію в Україну, що призводило до недобросовісної конкуренції на внутрішньому ринку України.

Типові зловживання — безмитне ввезення сировини як для підприємства зі спеціальним інвестиційним режимом, так і спо-

ріднених структур, мінімізація податку на прибуток шляхом перенаправлення прибутку із позарежимного цеху підприємства на режимний і т. ін.

Характеризуючи особливості українських спецзон, необхідно відмітити, те, що законодавство, яке регламентує їхню діяльність, суперечить як податковому, так і митному законодавству. Наприклад, згідно з Законом “Про режим іноземного інвестування”, податком на додану вартість не оподатковується все майно, яке ввозиться в країну як інвестиція, Закон “Про податок на додану вартість” виключає з податкової бази основні засоби, що надходять як інвестиції, а Закон “Про спеціальний режим інвестиційної діяльності в Закарпатській області” поширює податок з ПДВ тільки на обладнання.

Першочерговим завданням на державному рівні є повернення пільг не в “ручному” режимі, а на основі стабільного законодавчого забезпечення і заохочення на основі норм та правил європейського законодавства, де мають бути відображені мета, строки та критерії надання територіальних преференцій, і відповідно, жорсткий контроль за дотриманням створених преференцій та умов на законодавчому рівні.

Для іноземних інвестицій, які не підлягають під пільгові або обмежувальні режими, слід застосовувати національний режим. У процесі відбудови економіки України, фінансової стабілізації та подолання інвестиційної кризи, коли сформуються усталені прогресивні тенденції соціально-економічного розвитку, можливим і доцільним має бути створення рівних умов функціонування і стимулювання для національних підприємств і підприємств з іноземними частковими або 100-відсотковими інвестиціями.

Слід підкреслити, що макроекономічний інтеграційний ефект за рахунок використання іноземних інвестицій досягається країнами, уряди яких проводять системну політику, що відображає не лише макроекономічні пріоритети, а й враховує стратегічні аспекти інвестиційної поведінки іноземних фірм. Це є принциповим важелем для розвитку прямого іноземного інвестування.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. Поняття та структура інвестиційного ринку.
2. Що таке інвестиційні товари?
3. Яка кон'юнктура інвестиційного ринку?
4. Оцінка макроекономічних показників розвитку інвестиційного ринку.
5. Поняття інвестиційної привабливості окремих галузей економіки та окремих регіонів.

Термінологічний словник ключових понять теми

Сегменти інвестиційного ринку: 1) ринок об'єктів реально-го інвестування: а) ринок прямих капітальних вкладень; б) ринок об'єктів, що приватизуються (крім тих, що акціонуються); в) ринок нерухомості; 2) ринок об'єктів фінансового інвестування: а) кредитний; б) фондовий; в) грошовий; 3) ринок дорогоцінних металів та предметів колекціонування.

Інвестиційний ринок як система є сукупністю економічних відносин, що складаються між продавцями та покупцями інвестиційних товарів і послуг, а також об'єктів інвестування у всіх його формах.

Сегментація інвестиційного ринку — сукупність ринку об'єктів реального інвестування, ринку інструментів фінансового інвестування та ринку дорогоцінних металів і колекціонування.

Інвестиційний товар — це будівельні матеріали, будівельні машини та механізми, будівельні технології (патенти, ліцензії, ноу-хау), типові будівельні проекти і т.ін., що використовуються у процесі здійснення реальних інвестицій. Виробництво та просування цих товарів на ринку забезпечується елементами інвестиційної інфраструктури.

Питання для підсумкового контролю знань

1. Дайте характеристику ринку реальних активів.
2. Назвіть основні функції фінансового ринку.
3. Охарактеризуйте основні фінансові інструменти.
4. Розкажіть про основні стадії кон'юнктури інвестиційного ринку.
5. Назвіть основні етапи оцінки інвестиційного ринку.

Тести

1. До якої зі складових системи інвестиційного ринку належать банки, біржі, брокерські фірми, інституційні інвестори:
 - а) суб'єкти ринку;
 - б) об'єкти ринкових відносин;
 - в) інфраструктура ринку;
 - г) ринковий механізм?
2. До яких видів відшкодування капітальних витрат належать витрати, пов'язані з реалізацією цільових програм:
 - а) бюджетні асигнування;
 - б) державні кредити;
 - в) довгострокові кредити за рахунок централізованих кредитних ресурсів;
 - г) державно-комерційне фінансування?
3. Назвіть показник первісної або відновної вартості основних засобів, зменшеної на частку, вже перенесену на готовий продукт:
 - а) залишкова вартість;
 - б) оцінка за вартістю основних фондів;
 - в) амортизація;
 - г) первісна оцінка основних фондів.
4. До якого етапу інвестування оборотного капіталу належать передбачення пошуку додаткових інвестиційних можливостей щодо довгострокових вкладень:

- а) первісне інвестування при створенні підприємства;
- б) підтримка обороту капіталу діючого підприємства;
- в) інвестування у приріст оборотних засобів?

5. До якої низки стандартів вартості належать ціна, за якою власність може переходити із рук продавця, який бажає її продати, до рук покупця, який бажає її купити:

- а) обґрунтована ринкова вартість;
- б) інвестиційна вартість;
- в) внутрішня (фундаментальна) вартість;
- г) ліквідаційна вартість?

6. Вкладення шляхом прямих або портфельних інвестицій у який-небудь проект з метою одержання прибутку або прав управління або того й іншого разом — це:

- а) підприємницький капітал;
- б) позичковий капітал;
- в) статутний капітал;
- г) фінансовий капітал.

7. Сумарні активи компанії, інвестовані або доступні для інвестування, — це:

- а) фінансовий капітал;
- б) статутний капітал;
- в) позичковий капітал;
- г) підприємницький капітал.

8. Письмове свідоцтво банку про депонування коштів, що свідчить про право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту й відсотків за ним — це:

- а) вексель;
- б) інвестиційний сертифікат;
- в) ощадний сертифікат;
- г) казначейське зобов'язання.

9. Цінний папір, що свідчить про обов'язкове грошове зобов'язання векселедавця оплатити після настання строку певну суму грошей власникові:

- а) вексель;

- б) інвестиційний сертифікат;
- в) ощадний сертифікат;
- г) казначейське зобов'язання.

10. Цінний папір, що свідчить про внесення її власником коштів і підтверджений зобов'язаннями відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачений строк:

- а) облігація;
- б) акція;
- в) казначейські зобов'язання;
- г) вексель.

11. Установа, що регулює попит та пропозицію на притягнуті грошові ресурси:

- а) Національний банк;
- б) інвестиційний фонд;
- в) інвестиційна компанія.

12. Торговець цінними паперами, що крім інших видів діяльності може залучати кошти для здійснення спільного інвестування шляхом емісії цінних паперів та їхнього розміщення:

- а) інвестиційна компанія;
- б) лізингова компанія;
- в) банки;
- г) кредитні союзи.

Тема 4

РОЗРОБЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА

- 4.1. *Значення, завдання, умови і методи реалізації інвестиційної стратегії.***
- 4.2. *Стратегічні цілі інвестиційної діяльності.***
- 4.3. *Роль інвестиційної стратегії в розвитку підприємства.***
- 4.4. *Принципи та основні етапи розробки інвестиційної стратегії.***

Інвестиції — це другий після споживання компонент сукупних витрат. Вони можуть здійснюватись в основний капітал, житлове будівництво та збільшення запасів. Мотиваційним чинником інвестиційного попиту є чистий прибуток. Вихідною базою його обчислення є валовий прибуток, отриманий від реалізації інвестиційного проекту. Він залежить від розміру інвестування та норми прибутку. Чистий прибуток менше валового на величину податку на прибуток та витрат на інвестиції, які пов'язані зі сплатою відсотків за використання інвестиційних коштів.

4.1. ЗНАЧЕННЯ, ЗАВДАННЯ, УМОВИ І МЕТОДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ

Щоб визначити оптимальні напрями вкладень капіталу і виявити найбільш ефективні способи його використання протягом досить тривалого періоду зі стабільною віддачею, необхідна розробка стратегії інвестування й успішна її реалізація.

Стратегією (від гр. *strategia* — обраний на період війни керівник сухопутних чи морських сил) *фінансового управління* називають систему рішень і намічених напрямів діяльності, розрахованих на довгострокову перспективу і встановлення цілей, що передбачають досягнення фінансових завдань із забезпечення оптимальної і стабільної роботи господарської структури виходячи зі сформованої дійсності і запланованих результатів. Стратегія — це мистецтво планування управління, засноване на правильних довгострокових прогнозах. При цьому виділяються пріоритетні завдання і напрями розвитку різних форм діяльності та розробки механізму їхнього здійснення.

Для успішної реалізації стратегії необхідне стратегічне управління. *Стратегічне управління* — це вид діяльності з керування, що складається з реалізації найбільш важливих якісно визначених напрямів розвитку через здійснення змін в організації; забезпечення оптимальної взаємодії організації з її оточенням.

Виявлення й обґрунтування рішень, вибір альтернатив для визначення й оцінювання стратегії проводять на основі стратегічного аналізу інвестиційної діяльності.

Стратегічний аналіз — напрям аналізу, заснований на реалізації системного і ситуаційного підходів при вивченні різних факторів, що впливають на процес стратегічного управління.

Ситуаційний підхід в управлінні — це миттєве, разове прийняття рішень, викликане виникаючими потребами, змінами внутрішніх чи зовнішніх умов, що вимагають адекватного реагування з боку керівництва. Такі рішення приймають на основі ситуаційного аналізу, що припускає підготовку резервного арсеналу аналітичних методів, прийомів і механізмів керування на випадок зміни умов у перспективі; виникнення нових, що відрізняються від основного прогнозу ситуацій, біфуркацій для того, щоб мати інструмент їхнього рішення у відповідний момент. Таким чином, у ньому використовуються як стратегічні, так і тактичні підходи.

На відміну від ситуаційного *системний підхід* припускає управління організацією як єдиною сукупністю взаємозалежних взаємодіючих елементів. Систематизація елементів проводиться на основі вивчення їхнього взаємозв'язку і взаємозумовленості, тобто розгляду окремих підрозділів організації, напрямів аналізу, показників, факторів, комплексного виявлення резервів за окремими і загальними показниками діяльності організації. Це дає змогу побудувати приблизну модель досліджуваного об'єкта, визначити його головні компоненти, функції, співвідпорядкованість елементів системи; розкрити логіко-методологічну схему аналізу, що відповідає внутрішнім зв'язкам досліджуваних показників. Системний підхід здійснюють на основі системного (систематичного) аналізу, у якому вивчають операції, що відбуваються за ймовірним сценарієм; при цьому виробляється і використовується відповідна система рекомендацій, у ньому також пропонується систематичне проходження визначеного набору етапів.

Стратегію реалізують виконанням тактичних операцій. *Тактикою* (лат. *tactio* — дотик, обмацування) *фінансового керування* називають сукупність прийомів і форм підприємницької діяльності, спрямованих на досягнення того чи іншого етапу фінансової стратегії, які вживаються відповідно до конкретних

ситуацій, що виникають при реалізації стратегії. Це визначення способу для кожного етапу, передбаченого загальним планом стратегії. Загальна вимога, яка висувається до тактики, — сприяти розвитку стратегії, а не перешкоджати їй, не дискредитувати її. Інакше кажучи, фінансова тактика — це поточні оперативні дії підприємця, підлеглі стратегічним цілям і завданням фінансового управління.

Для обґрунтування й оцінювання тактики проводять тактичний аналіз, тобто аналіз поточних, оперативних рішень і процесів оцінювання підприємницької тактики.

Не слід розуміти тимчасові тактичні відступи від стратегічних цілей як перешкоду стратегії, якщо в більш віддаленому періоді такі відступи принесуть більший ефект. Наприклад, при дослідженні мети максимізації прибутку, на тривалий період існування і розвитку організації, дослідження на довгостроковий період може знадобитися в тактичному аспекті, що не суперечить, а сприяє оптимальному розвитку стратегії управління. Не викликає сумніву, наприклад, твердження, що для розширення ринку, яке гарантує збільшення прибутку на тривалий період (тобто в стратегічному аспекті), може знадобитися збільшення інвестиційних витрат, а виходить, і зниження прибутку в поточному періоді.

Було б неправильним відрізнити стратегію і тактику за встановленим для усіх випадків строку виконання управлінських програм. У реальному ринковому просторі строки стратегії і тактики можуть змінюватися залежно від рівня стабільності економіки. У нестабільній економіці з частими змінами умов час стратегії значно скорочується до періоду, протягом якого продовжується розвиток прогнозованого процесу, його життєвий цикл. За стратегічний період також може бути прийнятий умовний інтервал часу, протягом якого прогноз передбачуваних результатів може бути виконаний з достатньою імовірністю. Таким чином, поняття тривалості перспективи стає відносним. Воно може означати період як понад, так і менше року залежно від стабільності ринку, частоти змін його умов, життєвого циклу розглянутого процесу.

Головна особливість стратегії — якісна послідовність дій і станів, що використовуються для досягнення цілей організації.

Стратегічні рішення, як рішення, пов'язані зі зміною потенціалу підприємства, мають істотні наслідки.

Завдання інвестиційної стратегії (стратегічні завдання інвестування):

- обґрунтування доцільності інвестиційного проекту;
- вибір оптимального проекту з можливих альтернатив;
- оцінка ефективності і забезпечення прибутковості проекту через визначений період;
- пошук способів, засобів і резервів максимального підвищення ефективності інвестиції на основі інвестиційного аналізу тощо.

Завдання стратегічного аналізу полягають у змістовному і формальному описі об'єкта дослідження; виявленні особливостей, закономірностей і тенденцій його розвитку; визначенні способів керування об'єктом інвестування з метою виконання стратегічних завдань інвестування.

4.2. СТРАТЕГІЧНІ ЦІЛІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Стратегічне управління інвестиційною діяльністю має цільовий характер, тобто передбачає постановку і досягнення певної мети. Будучи чітко вираженими стратегічні цілі стають могутнім засобом підвищення ефективності інвестиційної діяльності в довгостроковій перспективі, її координації і контролю, а також базою для ухвалення управлінських рішень на всіх стадіях інвестиційного процесу.

Стратегічні цілі інвестиційної діяльності (інвестиційні цілі) — це описані у формалізованому вигляді бажані параметри стратегічної інвестиційної позиції підприємства, що дають змогу спрямовувати цю діяльність у довгостроковій перспективі й оцінювати її результати.

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності має відповідати певним вимогам.

1. *Підлеглість головній меті інвестиційного менеджменту.* Стратегічні цілі інвестиційної діяльності розробляються для

реалізації в довгостроковій перспективі головної мети інвестиційного менеджменту — максимізації добробуту власників підприємства. Система конкретних цілей інвестиційної стратегії формується на підтримку цієї головної мети і повинна відповідати їй.

2. *Орієнтація на високий результат інвестиційної діяльності.* Кожна зі стратегічних цілей повинна мати стимулюючий характер для інвестиційних менеджерів, викликати прагнення до їх досягнення, забезпечувати якнайповніше використання інвестиційного потенціалу підприємства.

3. *Реальність (досяжність).* Хоча в основі розробки стратегічних інвестиційних цілей лежить ідеальне уявлення або бажаний образ стратегічної інвестиційної позиції підприємства, їх необхідно свідомо обмежувати за критерієм реальної досяжності з урахуванням чинників зовнішнього інвестиційного середовища і внутрішнього інвестиційного потенціалу.

4. *Вимірність.* Кожна зі сформованих стратегічних інвестиційних цілей має бути виражена в конкретних показниках. Реалізація цієї вимоги в процесі формування стратегічних цілей дає змогу використовувати їх в системі планування (нормування) основних параметрів інвестиційної діяльності, диференціювати за окремими інтервалами стратегічного періоду, застосовувати як критерії оцінки результатів реалізації інвестиційної стратегії підприємства.

5. *Однозначність трактування.* Кожна зі стратегічних інвестиційних цілей повинна однозначно і чітко сприйматися всіма інвестиційними менеджерами, пов'язаними з її реалізацією. Ця вимога забезпечується чітким встановленням стратегічного періоду (або окремими його інтервалами), диференціацією за різними об'єктами стратегічного управління, системою одиниць вимірювання кількісних значень та іншими факторами, що забезпечують зрозумілість сприйняття стратегічних цілей.

6. *Наукова обґрунтованість.* У процесі формування стратегічних інвестиційних цілей мають бути враховані об'єктивні економічні закони, які визначають рівень інвестиційної активності підприємств і ефективність його інвестиційної діяльності; використаний сучасний методологічний апарат реальної оцінки окремих параметрів інвестиційного процесу; визначена система взаємозв'язків і взаємозалежності окремих цілей.

7. *Підтримка.* Система стратегічних інвестиційних цілей має бути побудована так, щоб реалізація одних із цих цілей забезпечувала б успішну реалізацію інших. З цією метою необхідно ранжувати всі стратегічні цілі за рівнем їх пріоритетності, поділяючи їх на прямі і підтримуючі в загальній ієрархії.

8. *Гнучкість.* Ця вимога визначає можливість коректування системи стратегічних інвестиційних цілей в цілому або окремих кількісних параметрів кожної із них під впливом зміни чинників зовнішнього інвестиційного середовища або параметрів внутрішнього інвестиційного потенціалу. Зовнішня гнучкість системи стратегічних цілей повинна забезпечувати мінімізацію негативної дії окремих чинників на ефективність інвестиційної діяльності або швидку реалізацію нових інвестиційних можливостей, а внутрішня їх гнучкість — швидку маневреність у використанні інвестиційного потенціалу підприємства (в першу чергу, власних інвестиційних ресурсів).

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності вимагає попередньої їх класифікації за певними ознаками. З позицій інвестиційного менеджменту ця класифікація стратегічних цілей будується за такими основними ознаками.

1. *За видами очікуваного ефекту* стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства поділяються на економічні і позаекономічні.

Економічні цілі інвестиційної стратегії прямо пов'язані з формуванням інвестиційного доходу або досягненням інших економічних результатів інвестиційної діяльності в даній перспективі.

Позаекономічні цілі інвестиційної стратегії пов'язані з рішенням соціальних завдань, забезпеченням екологічної безпеки, підвищенням статусу і репутації підприємства і т. ін. Хоча реалізація цих стратегічних цілей не пов'язана прямо з очікуванням інвестиційного прибутку, їх непрямий вплив на формування цього прибутку може бути досить відчутним.

2. *За функціональними напрямками інвестиційної діяльності* цілі інвестиційної стратегії підприємства поділяються так.

Стратегічні цілі реального інвестування. Такі цілі визначаються за галузевою і регіональною спрямованістю реальних інвестицій, основними їх формами, найважливішими кінцевими ре-

зультатами. Система цих цілей має бути взаємопов'язана зі стратегічною метою розвитку операційної діяльності підприємства.

Стратегічні цілі фінансового інвестування. У системі цих цілей визначаються перспективи придбання контрольного пакета акцій інших підприємств, основні цільові параметри формування портфеля фінансових інвестицій.

Стратегічні цілі формування інвестиційних ресурсів. У системі цих цілей звичайно визначаються темпи формування власних інвестиційних ресурсів, цільові параметри структури сформованих ресурсів, а також їх середньозваженої вартості.

3. За об'єктами стратегічного управління виділяють такі групи цілей інвестиційної стратегії.

Стратегічні цілі підприємства в цілому. У загальній системі стратегічних цілей інвестиційної діяльності вони відіграють визначальну роль і займають, як правило, основне місце (рис. 4.1).

Стратегічні цілі окремих стратегічних зон господарювання. Інвестиційні цілі цієї групи пов'язані з формуванням, розвитком і забезпеченням ефективної діяльності, виділяються у структурі підприємства стратегічних об'єктів певного типу.

Стратегічні цілі окремих стратегічних господарських центрів. Такі цілі пов'язані з інвестиційною підтримкою формування і розвитку "центрів відповідальності" різних типів, в першу чергу, "центрів інвестицій".

4. За спрямованістю результатів інвестиційної діяльності цілі інвестиційної стратегії поділяються на такі дві групи.

Внутрішні стратегічні цілі. Вони визначають напрями розвитку внутрішніх інвестицій підприємства, що забезпечують, як правило, різні цілі операційної діяльності підприємства, рішення найважливіших проблем соціального розвитку персоналу і т. ін.

Зовнішні стратегічні цілі. Система цих цілей визначає напрями і очікувані результати розвитку зовнішніх інвестицій підприємства, як вітчизняних, так і зарубіжних.

5. За пріоритетним значенням стратегічні цілі інвестиційної діяльності поділяються так.

Головна стратегічна мета інвестиційної діяльності. Як правило, вона тотожна головній меті інвестиційного менеджменту. Разом з тим, її формулювання може мати більш розгорнутий характер з урахуванням особливостей інвестиційної діяльності конкретного підприємства.

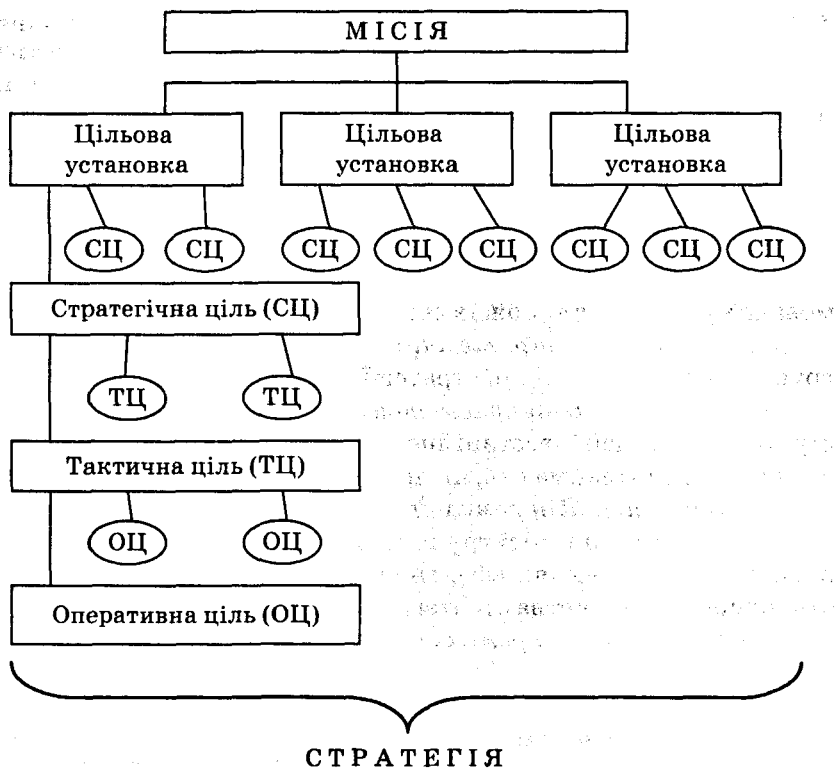


Рис. 4.1. Система та ієрархія цілей підприємства з управління інвестиційною діяльністю

Основні стратегічні цілі інвестиційної діяльності. До цієї групи входять найважливіші стратегічні цілі, безпосередньо спрямовані на реалізацію головної мети інвестиційної діяльності в розрізі основних її аспектів.

Допоміжні стратегічні цілі інвестиційної діяльності. До складу цієї групи входять всі інші економічні і позаекономічні цілі інвестиційної діяльності підприємства.

6. *За характером впливу на очікуваний результат* виділяють такі цілі інвестиційної стратегії.

Прямі стратегічні цілі. Вони прямо пов'язані з кінцевими результатами інвестиційної діяльності. До них належать голов-

на стратегічна мета і найважливіші з основних стратегічних цілей.

Підтримуючі стратегічні цілі. Ця група стратегічних цілей направлена на забезпечення реалізації прямих стратегічних цілей в процесі інвестиційної діяльності. До цілей цієї групи може бути віднесено використання нових інвестиційних технологій, перехід до нової організаційної структури управління інвестиційною діяльністю, формування інвестиційної культури і т. ін.

Слід звернути увагу на те, що поділ стратегічних цілей за цією ознакою має дещо умовний характер і пов'язаний з різним рівнем їх пріоритетності. Так, щодо головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності решту цілей можна розглядати як підтримуючі.

7. За спрямованістю відтворювального процесу, забезпечуваного інвестиційною діяльністю стратегічні цілі поділяють на такі дві групи.

Стратегічні цілі розвитку. До їх числа відносять такі цілі інвестиційної діяльності, які спрямовані на забезпечення приросту активів або власного капіталу підприємства (тобто пов'язані з процесом "чистого капіталоутворення").

Реноваційні стратегічні цілі. Цілі цієї групи забезпечують своєчасну заміну основних засобів і нематеріальних активів, що амортизуються, в рамках простого їх відтворювання.

Класифікація стратегічних цілей інвестиційної діяльності не обмежується перерахованими вище основними ознаками. Вона може бути доповнена з урахуванням специфіки здійснення інвестиційної діяльності конкретними підприємствами.

З урахуванням розглянутих принципів класифікації організовується процес формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства. Цей процес здійснюється за такими основними етапами.

1. Ретроспективний аналіз тенденцій розвитку основних результативних показників інвестиційної діяльності разом з динамікою факторів зовнішнього інвестиційного середовища і параметрами внутрішнього інвестиційного потенціалу підприємства. Основне завдання такого аналізу полягає у виявленні закономірностей і особливостей розвитку найважливіших параметрів інвестиційної діяльності окремих об'єктів стратегічного

управління підприємства і встановленні ступеня впливу на них різних зовнішніх і внутрішніх факторів. При стабільному стані окремих факторів зовнішнього інвестиційного середовища період проведення ретроспективного аналізу може бути обмежений 2—3 роками (в умовах його нестабільності цей період має відповідати встановленій стратегічній перспективі).

2. Формулювання головної стратегічної мети інвестиційної діяльності підприємства. На цьому етапі раніше розглянута головна мета інвестиційного менеджменту конкретизується в певному показнику і набуває кількісного значення. Наприклад, головна стратегічна мета інвестиційної діяльності може бути визначена таким чином: “забезпечити за рахунок ефективної інвестиційної діяльності зростання власного капіталу до кінця стратегічного періоду в два рази”.

3. Визначення бажаних і можливих тенденцій розвитку окремих показників інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення її головної мети. У процесі цього етапу виявляється, які основні параметри розвитку інвестиційної діяльності підприємства, що забезпечують реалізацію її головної мети, можуть бути підтримані за рахунок сприятливих умов майбутньої динаміки зовнішніх і внутрішніх факторів. Це дає змогу виявити позитивний вплив розвитку зовнішнього інвестиційного середовища і внутрішнього потенціалу підприємства на забезпечення реалізації головної стратегічної мети його інвестиційної діяльності.

4. Визначення небажаних, але можливих тенденцій розвитку окремих результатів інвестиційної діяльності, що перешкоджають досягненню її головної мети. Головним завданням цього етапу є виявлення несприятливого впливу окремих зовнішніх і внутрішніх факторів у процесі їх майбутньої динаміки на реалізацію головної стратегічної мети інвестиційної діяльності підприємства. Така детермінація можливих загроз забезпеченню реалізації головної мети дозволяє завчасно вжити заходів щодо нейтралізації негативного впливу окремих факторів, відобразити їх в системі цілей інвестиційної стратегії, що розробляється.

5. Облік об'єктивних обмежень в досягненні бажаних параметрів стратегічної інвестиційної позиції підприємства. В основі первинних підходів до формування стратегічних інвес-

тиційних цілей лежить ідеальне уявлення або бажаний образ стратегічної інвестиційної позиції підприємства. Проте підприємство зовсім не вільне у виборі своїх інвестиційних цілей, відповідних його ідеальній стратегічній інвестиційній позиції. Воно може вільно обирати інвестиційну ідеологію, показник головної стратегічної цілі, інвестиційної цілі і навіть систему основних стратегічних позаекономічних цілей інвестиційної діяльності. Що ж до системи стратегічних економічних цілей цієї діяльності, то вони визначаються з урахуванням об'єктивних обмежень, не контрольованих інвестиційними менеджерами підприємства.

Одним із таких об'єктивних обмежень є розмір підприємства. Невеликому підприємству недостатність інвестиційних ресурсів не дозволяє здійснювати диверсифіковану інвестиційну діяльність і висувати масштабні цілі інвестиційної стратегії. У зв'язку з цим стратегічні цілі таких підприємств обмежуються звичайно сферою реального інвестування, підлеглого завданням економічного розвитку і своєчасної реновації вибуваючих основних засобів і нематеріальних активів. Водночас великі підприємства можуть дозволити собі вибір позаекономічних цілей реального інвестування, цілей фінансового інвестування, диверсифікації інвестиційної діяльності в галузевому і регіональному розрізі і т. ін.

Разом з тим, розмір підприємства не завжди є єдиним параметром об'єктивних обмежень, що визначають широту і глибину вибору стратегічних цілей інвестиційної діяльності. Навіть найбільше підприємство не може охопити своїми стратегічними цілями всі без винятку напрями і форми інвестування з високим рівнем очікуваних результатів інвестиційної діяльності. У цьому випадку об'єктивним обмеженням є можливий обсяг інвестиційних ресурсів, відповідний потребі забезпечення операційного процесу підприємства. Це об'єктивне обмеження розглядається в концепції "критичної маси інвестицій", що одержала розвиток останніми роками. "Критична маса інвестицій" характеризує мінімальний обсяг інвестиційної діяльності, що дає змогу підприємству формувати чистий операційний прибуток. Глобалізація ринків, прискорення темпів технологічного прогресу, зниження норми віддачі капіталу зумовлюють постійне зростання "критичної маси інвестицій", що при незмінних

доходах ускладнює економічний розвиток підприємств і знижує кількісні параметри стратегічних цілей їх зростання.

Важливим об'єктивним обмеженням, що визначає спрямованість стратегічних цілей інвестиційної діяльності, виступає стадія життєвого циклу, в якій знаходиться підприємство.

6. Формування системи основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення її головної мети. Визначення бажаних і небажаних тенденцій розвитку інвестиційної діяльності, а також облік об'єктивних обмежень у процесі формування стратегічної інвестиційної позиції підприємства дозволяє сформувати систему основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності. Систему цих цілей слід формулювати чітко і стисло, відображаючи кожен з них в конкретних показниках — цільових стратегічних нормативах. Як найважливіші з цієї групи цілей (цільових стратегічних нормативів) можуть бути встановлені:

- темп зростання загального обсягу інвестиційної діяльності в стратегічній перспективі (загальний або середньорічний);
- співвідношення обсягів реального і фінансового інвестування підприємства;
- мінімально прийнятний рівень поточного інвестиційного доходу;
- мінімально прийнятний темп приросту капіталу, що інвестується, в довгостроковій перспективі;
- гранично допустимий рівень інвестиційного ризику;
- структура капіталу підприємства, що залучається в інвестиційних цілях (або мінімальний рівень самофінансування інвестицій).

Всі перераховані цільові нормативи прямо забезпечують реалізацію головної стратегічної мети інвестиційної діяльності підприємства.

7. Формування системи допоміжних підтримуючих цілей, що включаються в інвестиційну стратегію підприємства. Система цих цілей спрямована на забезпечення реалізації низки основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства і враховує специфіку цієї діяльності. Допоміжні цілі також можуть бути виражені в цільових стратегічних нормативах. Як найважливіші з підтримуючих стратегічних інвестиційних цілей можуть бути встановлені:

- рівень галузевої диверсифікації реальних або фінансових інвестицій, що передбачається;
- рівень регіональної диверсифікації реальних або фінансових інвестицій, що передбачається;
- співвідношення обсягів внутрішніх і зовнішніх інвестицій підприємства;
- граничний рівень ліквідності об'єктів реального інвестування або портфеля фінансових інвестицій;
- мінімізація рівня оподаткування інвестиційної діяльності;
- підтримка “критичної маси інвестицій”, що забезпечує стійке економічне зростання підприємства;
- граничний рівень середньозваженої вартості сформованих інвестиційних ресурсів підприємства;
- необхідний обсяг (частка) інвестицій, що забезпечує вирішення позаекономічних завдань розвитку підприємства.

8. *Взаємопов'язаність всіх стратегічних цілей і побудова “дерева цілей” інвестиційної стратегії підприємства.* Головна і допоміжні стратегічні цілі розглядаються як єдина комплексна система і тому вимагають чіткої взаємопов'язаності з урахуванням їх пріоритетності і рангової значущості. Такий ієрархічний взаємозв'язок окремих стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства забезпечується на основі “дерева цілей”. В основі цього методичного прийому лежить графічне відображення взаємозв'язку і підлеглості різних цілей діяльності (в нашому випадку — стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства).

9. *Остаточна індивідуалізація всіх стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства з урахуванням вимог їх можливості реалізації.* На цьому етапі перевіряються коректність формування окремих цілей з урахуванням їх взаємозв'язків (взаємної узгодженості). Для забезпечення реалізації окремих стратегічних цілей інвестиційної діяльності вони мають бути конкретизовані за окремими інтервалами стратегічного періоду. У процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність представлення системи цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності, а також їх зовнішня і внутрішня синхронізація в часі.

Зовнішня синхронізація передбачає узгодження в часі розроблених цільових показників інвестиційної діяльності з показ-

никами загальної стратегії розвитку підприємства, а також із прогнозованими змінами параметрів зовнішнього інвестиційного середовища.

Внутрішня синхронізація передбачає узгодження в часі всіх цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності між собою.

Розроблена система цілей служить критерієм оцінювання успіху або невдачі реалізації інвестиційної стратегії підприємства в майбутньому періоді.

4.3. РОЛЬ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ В РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА

Інвестиційна діяльність підприємства у всіх її формах не може зводитися до задоволення поточних його інвестиційних потреб, які визначаються необхідністю заміни активів, що вибувають, або їх приросту у зв'язку зі змінами обсягу і структури господарської діяльності. На сучасному етапі все більше число підприємств усвідомлюють необхідність свідомого перспективного управління інвестиційною діяльністю на основі наукової методології передбачення її напрямів і форм, адаптації до загальних цілей розвитку підприємства і умов зовнішнього інвестиційного середовища, що змінюються. Ефективним інструментом управління інвестиційною діяльністю підприємства, реалізації його цілей в умовах істотних змін системи державного регулювання ринкових процесів, кон'юнктури інвестиційного ринку і пов'язаною з цим невизначеністю, виступає інвестиційна стратегія.

Інвестиційна стратегія є системою довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що визначаються загальними завданнями його розвитку і інвестиційною ідеологією, а також вибором найефективніших шляхів їх досягнення.

Інвестиційну стратегію можна представити як генеральний план дій у сфері інвестиційної діяльності підприємства, що визначає пріоритети її напрямів і форм, характер формування інвестиційних ресурсів і послідовність етапів реалізації довго-

строкових інвестиційних цілей, що забезпечують передбачений загальний розвиток підприємства. Поєднання в інвестиційній стратегії системи цілей і шляхів їх досягнення визначає межі можливої інвестиційної активності підприємства та інвестиційних рішень за напрямками і формами його інвестиційної діяльності в перспективному періоді. Інвестиційну стратегію підприємства можна охарактеризувати також як систему формалізованих критеріїв, за якими воно оцінює і реалізує свої інвестиційні можливості, моделює свою перспективну інвестиційну позицію і забезпечує її досягнення. Резюмуючи вищевикладене, можна констатувати, що інвестиційна стратегія є системною концепцією, яка пов'язує і спрямовує розвиток інвестиційної діяльності підприємства.

Інвестиційна стратегія як формування системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності і вибір найефективніших шляхів її досягнення за можливістю має враховувати інтереси всіх учасників інвестиційного процесу:

- власників капіталу (зберегти капітал + одержати дохід);
- кредиторів (повернути кредити + одержати дохід);
- менеджерів (досягти успіху підприємством);
- найнятих робітників (скоротити роботу + взяти участь в розподілі прибутку);
- суспільства (доходи бюджету, забезпечення економічного зростання, зниження безробіття).

Розробка інвестиційної стратегії є обширним творчим процесом, що включає постановку цілей інвестиційної діяльності, визначення її пріоритетних напрямів та форм, оптимізацію структури сформованих інвестиційних ресурсів і їх розподілу, вироблення інвестиційної політики з найважливіших аспектів інвестиційної діяльності, підтримку взаємовідносин із зовнішнім інвестиційним середовищем.

Процес розробки інвестиційної стратегії є найважливішою складовою загальної системи стратегічного вибору підприємства, до основних елементів якого належить місія, загальні стратегічні цілі розвитку, система функціональних стратегій в розрізі окремих видів діяльності, способи формування і розподілу ресурсів. При цьому інвестиційна стратегія перебуває в певній співвідпорядкованості до інших елементів стратегічного вибору підприємства. Ієрархія такої співвідпорядкованості в загальному вигляді представлена на рис. 4.2.



Рис. 4.2. Ієрархія взаємозв'язку інвестиційної стратегії з іншими основними елементами стратегічного вибору підприємства

Розуміння взаємозв'язку інвестиційної стратегії з іншими найважливішими елементами стратегічного вибору підприємства дає змогу ефективніше будувати процес її розробки.

Актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства визначається низкою умов. Найважливішою з таких умов є інтенсивність змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища. Висока динаміка основних макроекономічних показників, пов'язаних з інвестиційною активністю підприємств, темпи технологічного прогресу, часті коливання кон'юнктури інвестиційного ринку, непостійність державної інвестиційної політики і форм регулювання інвестиційної діяльності не дають змоги ефективно управляти інвестиціями підприємства на основі лише раніше накопиченого досвіду і традиційних методів інвестиційного менеджменту.

У цих умовах відсутність розробленої інвестиційної стратегії, адаптованої до можливих змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища, може призвести до того, що інвестиційні рі-

шення окремих структурних підрозділів підприємства матимуть різноспрямований характер, а також до виникнення суперечностей і зниження ефективності інвестиційної діяльності в цілому.

Однією з умов, що визначають актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства, є його майбутній перехід до нової стадії життєвого циклу. Кожній із стадій життєвого циклу підприємства властиві характерні їй рівень інвестиційної активності, напряму і форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів. Інвестиційна стратегія, що розробляється, дозволяє завчасно адаптувати інвестиційну діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його економічного розвитку.

Нарешті, істотною умовою, що визначає актуальність розробки інвестиційної стратегії, є *кардинальна зміна цілей операційної діяльності підприємства*, пов'язана з новими комерційними можливостями, що відкриваються. Реалізація таких цілей вимагає зміни виробничого асортименту, упровадження нових виробничих технологій, освоєння нових ринків збуту продукції і т. ін. У цих умовах істотне зростання інвестиційної активності підприємства і диверсифікація форм його інвестиційної діяльності повинні мати прогнозований характер, забезпечуваний розробкою чітко сформульованої інвестиційної стратегії.

Формування інвестиційної стратегії базується на прогнозуванні кон'юнктури інвестиційного ринку і умов здійснення інвестиційної діяльності. Воно пов'язане з певними труднощами вибору альтернативних варіантів інвестиційних рішень, які б найбільшою мірою відповідали цілям підприємства, зміни зовнішнього середовища.

Розробка інвестиційної стратегії підприємства на сучасному етапі базується на методологічних підходах нової концепції управління — стратегічного управління. Вона активно упроваджується з початку 70-х років у корпораціях США і більшості країн Західної Європи. Концепція стратегічного управління відображає чітке стратегічне позиціонування підприємства (включаючи й інвестиційну його позицію), представлене в системі принципів і цілей його функціонування, механізмі взаємодії суб'єкта і об'єкта управління, характері взаємовідносин між елементами господарської та організаційної структури і формах адаптації до умов зовнішнього середовища, що змінюються.

Стратегічне управління виникло на основі розвитку методології стратегічного планування, яке є його сутнісною основою. На відміну від звичайного довгострокового планування стратегічне планування враховує систему можливостей і небезпек розвитку підприємства, виникнення надзвичайних ситуацій, здатних змінити тенденції, що склалися, в майбутньому періоді.

Розробка інвестиційної стратегії базується на попередньому визначенні досягнутого стратегічного інвестиційного рівня підприємства. У процесі такої ідентифікації має бути одержане чітке уявлення про такі параметри, що характеризують можливості і обмеження розвитку інвестиційної діяльності підприємства.

- Який рівень стратегічного мислення власників, управляючих та інвестиційних менеджерів підприємства?

- Який рівень знань інвестиційних менеджерів (їх інформативної обізнаності) про стан і майбутню динаміку найважливіших елементів зовнішнього інвестиційного середовища?

- Які інвестиційні ресурси має у своєму розпорядженні підприємство, які можливості перспективного їх формування, як забезпечений їх протиінфляційний захист у процесі накопичення?

- Чи відповідає рівень інвестиційної активності підприємства поточним і перспективним вимогам його розвитку, наскільки повно використовується його інвестиційний потенціал?

- Чи є на підприємстві цілісна стратегічна концепція у вигляді місії, загальної стратегії, системи стратегічних нормативів розвитку і т. ін.; якою мірою ця стратегічна концепція структурована в розрізі окремих господарських підрозділів?

- Яка ефективність діючих на підприємстві систем інвестиційного аналізу, планування і контролю; якою мірою вони орієнтовані на рішення стратегічних завдань?

- Чи відповідає організаційна структура управління інвестиційною діяльністю підприємства завданням перспективного його розвитку?

- Який рівень інвестиційної культури підприємства, наскільки тісно він кореспондує із загальною його організаційною культурою?

Процес розробки інвестиційної стратегії пов'язаний з попереднім виділенням об'єктів стратегічного управління підприємства. З позицій інвестиційного менеджменту виділяють зви-

чайно три основні групи об'єктів стратегічного управління: інвестиційна діяльність підприємства в цілому; інвестиційна діяльність стратегічної зони господарювання; інвестиційна діяльність стратегічного інвестиційного центру.

Стратегічна зона господарювання є самостійним господарським сегментом в рамках підприємства (організації), що здійснює свою діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю попиту, сировини або виробничої технології, що використовується. Інвестиційна стратегія стратегічної зони господарювання виступає звичайно як самостійний (відносно автономний) блок у загальній системі стратегічного інвестиційного управління підприємством.

Підприємство як об'єкт стратегічного інвестиційного управління є відкритою комплексною системою, що інтегрує всі напрями і форми інвестиційної діяльності різних структурних господарських його підрозділів.

Стратегічний інвестиційний центр є самостійною структурною одиницею підприємства (організації), яке спеціалізується на виконанні окремих функцій або напрямів інвестиційної діяльності, що забезпечує ефективну господарську діяльність окремих стратегічних зон господарювання і підприємства в цілому. Інвестиційна стратегія таких центрів обмежена функціональними напрямками їх діяльності і підлегла завданням загального стратегічного інвестиційного управління підприємством.

Розробка інвестиційної стратегії відіграє велику роль в забезпеченні ефективного розвитку підприємства. Ця роль полягає в тому, що розроблена інвестиційна стратегія забезпечує механізм реалізації довгострокових загальних та інвестиційних цілей майбутнього економічного і соціального розвитку підприємства в цілому і окремих його структурних одиниць. Вона дає змогу реально оцінити інвестиційні можливості підприємства, забезпечити максимальне використання його внутрішнього інвестиційного потенціалу і можливість активного маневрування інвестиційними ресурсами. Вона також забезпечує можливість швидкої реалізації нових перспективних інвестиційних можливостей, що виникають у процесі динамічних змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища.

Розробка інвестиційної стратегії заздалегідь враховує можливі варіації розвитку неконтрольованих підприємством фак-

торів зовнішнього інвестиційного середовища і дає змогу звести до мінімуму їх негативні наслідки для діяльності підприємства. Вона відображає порівняльні переваги підприємства в інвестиційній діяльності в зіставленні з його конкурентами.

Наявність інвестиційної стратегії забезпечує чіткий взаємозв'язок стратегічного, поточного й оперативного управління інвестиційною діяльністю підприємства; реалізацію відповідного менталітету інвестиційної поведінки в найважливіших стратегічних інвестиційних рішеннях підприємства. У системі інвестиційної стратегії формується значення основних критеріальних оцінок вибору реальних інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування.

Розроблена інвестиційна стратегія є однією з базисних передумов стратегічних змін загальної організаційної структури управління й організаційної культури підприємства.

Є два основні види інвестиційної стратегії.

Інвестиційна стратегія, спрямована на поліпшення результатів господарської діяльності і збільшення прибутку, називається *активною*, або *агресивною*. У протилежність їй інвестиційна стратегія, спрямована на збереження результатів господарської діяльності підприємства називається *пасивною*.

Інвестиційна стратегія є частиною загальної (базової) стратегії розвитку підприємства і має щодо неї підлеглий характер (табл. 4.1).

Залежно від типу інвестора є:

- інституційний інвестор (при 100 % вкладенні власного капіталу в об'єкт інвестування);
- підприємства, що вкладають власний капітал в один об'єкт інвестування.

Визначаються форми інвестування (фінансові або реальні інвестиції) і пріоритетність головної мети інвестиційної стратегії (до них належать):

- прибутковість;
- прибутковість ризику;
- зростання капіталу;
- ліквідність.

Інвестиційна стратегія підприємства передбачає насамперед реалізацію реальних інвестиційних проектів і формування портфеля такого типу.

Таблиця 4.1. Взаємозв'язок цілей базової та інвестиційної стратегії підприємства

Стадія життєвого циклу	Загальна базова стратегія	Інвестиційна стратегія
<i>Народження</i>	Проникнення на ринок	Забезпечення достатнього обсягу основного капіталу і початкових оборотних засобів
<i>Дитинство</i>	Закріплення на ринку	Завершення формування основного і оборотного капіталу
<i>Юність</i>	Розширення свого сегмента на ринку	Розширення діяльності за рахунок формування інвестиційного портфеля
<i>Рання зрілість</i>	Істотне розширення сегмента і регіональна диверсифікація	Істотне розширення інвестиційного портфеля
<i>Остаточна зрілість</i>	Галузева диверсифікація	Розширення фінансового інвестування, створення дочірніх підприємств
<i>Старіння</i>	Забезпечення стабільного обсягу діяльності	Інвестування збереження досягнутого обсягу виробництва і продажу
<i>Відродження</i>	Істотне оновлення напрямів діяльності і ривків збуту	Диверсифікація інвестиційного портфеля, додаткове інвестування

Ця форма інвестування забезпечує підприємству швидкий розвиток та освоєння нових видів продукції і розширення ринку збуту.

Фінансові інвестиції здійснюються підприємством на вищій стадії їх економічного розвитку. Сам процес фінансування інвестицій полягає у формуванні портфеля цінних паперів з боргових інструментів та інструментів власності з метою розширення впливу на ринок і підвищення конкурентоспроможності. У разі фінансової скрути цей портфель може використовуватися як

фінансовий резерв. Інституційні інвестори розробляють як правило стратегію управління портфелем цінних паперів, проте можуть розробляти загальну стратегію щодо реальних інвестиційних проектів, якщо входять до складу промислово-фінансових груп.

Інвестиційна стратегія відіграє велику роль в забезпеченні ефективного розвитку підприємства:

- *по-перше*, вона забезпечує механізм реалізації цілей розвитку підприємства;
- *по-друге*, дає змогу оцінити інвестиційні можливості підприємства;
- *по-третє*, забезпечує реалізацію нових інвестиційних можливостей в умовах зовнішнього середовища, що змінюється, і дозволяє звести до мінімуму негативні наслідки діяльності підприємства;
- *по-четверте*, дає підприємству переваги перед конкурентами;
- *по-п'яте*, забезпечує чіткий взаємозв'язок стратегічного, поточного й оперативного управління інвестиційною діяльністю підприємства;
- *по-шосте*, формує критерії вибору реальних інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування;
- *по-сьоме*, розроблена інвестиційна стратегія є однією з базисних передумов стратегічних змін загальної організаційної структури управління і організаційної культури підприємства.

4.4. ПРИНЦИПИ ТА ОСНОВНІ ЕТАПИ РОЗРОБКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ

В основі розробки інвестиційної стратегії підприємства лежать принципи системи стратегічного управління. До основних із цих принципів, що забезпечують підготовку та ухвалення стратегічних інвестиційних рішень в процесі розробки інвестиційної стратегії підприємства, відносять.

1. *Розгляд підприємства як відкритої соціально-економічної системи, здатної до самоорганізації.* Цей принцип стратегічного управління полягає в тому, що при розробці інвестиційної стратегії підприємство розглядається як певна система,

повністю відкрита для активної взаємодії з факторами зовнішнього інвестиційного середовища. У процесі такої взаємодії підприємству властива така особливість, як отримання відповідної просторової, тимчасової або функціональної структури без специфічної дії ззовні в умовах економіки ринкового типу, яка розглядається як його здатність до самоорганізації.

Відкритість підприємства як соціально-економічної системи і його здатність до самоорганізації дають змогу забезпечувати якісно інший рівень формування його інвестиційної стратегії.

2. Врахування базових стратегій операційної діяльності підприємства. Будучи частиною загальної стратегії економічного розвитку підприємства, що забезпечує в першу чергу розвиток операційної діяльності, інвестиційна стратегія має щодо неї підлеглий характер. Тому вона має бути погоджена зі стратегічною метою і напрямками операційної діяльності підприємства. Інвестиційна стратегія при цьому розглядається як один з головних факторів забезпечення ефективного розвитку підприємства відповідно до вибраної ним загальної економічної стратегії.

Разом з тим, інвестиційна стратегія сама істотно впливає на формування стратегічного розвитку операційної діяльності підприємства. Це пов'язано з тим, що основні цілі операційної стратегії — забезпечення високих темпів реалізації продукції, зростання операційного прибутку і підвищення конкурентної позиції підприємства — пов'язані з тенденціями розвитку відповідного товарного ринку (споживацького або факторів виробництва). Якщо тенденції розвитку товарного й інвестиційного ринків (в тих сегментах, де підприємство здійснює свою господарську діяльність) не збігаються, може виникнути ситуація, коли стратегічні цілі розвитку операційної діяльності підприємства не можуть бути реалізовані у зв'язку з інвестиційними обмеженнями. У цьому випадку відповідно коректується операційна стратегія підприємства.

Все різноманіття стратегій операційної діяльності, реалізацію яких покликана забезпечувати інвестиційна діяльність підприємства, може бути зведене до таких базових їх *видів*.

Обмежене зростання. Цей тип операційної стратегії використовується підприємствами зі стабільним асортиментом продукції і виробничими технологіями, не дуже схильними до впли-

ву технологічного прогресу. Вибір такої стратегії можливий в умовах відносно слабких коливань кон'юнктури товарного ринку і стабільної конкурентної позиції підприємства. Відповідно інвестиційна стратегія підприємства в цих умовах спрямована насамперед на ефективне забезпечення відтворювальних процесів і приросту активів, що сприяють обмеженому зростанню обсягів виробництва і реалізації продукції. Стратегічні зміни інвестиційної діяльності в цьому випадку зводяться до мінімуму.

Прискорене зростання. Такий тип операційної стратегії обирають, як правило, підприємства, що перебувають на ранніх стадіях свого життєвого циклу, а також в галузях, що динамічно розвиваються, під впливом технологічного прогресу. Інвестиційна стратегія в цьому випадку має найскладніший характер за рахунок необхідності забезпечення високих темпів розвитку інвестиційної діяльності, її диверсифікації за різними формами, регіонами і т. ін.

Скорочення (або стиснення). Ця операційна стратегія найчастіше обирається підприємствами, що перебувають на останніх стадіях свого життєвого циклу, а також у стадії фінансової кризи. Вона заснована на принципі "відсікання зайвого", що передбачає скорочення обсягу й асортименту продукції, що випускається, вихід з окремих сегментів ринку і т. ін. Інвестиційна стратегія підприємства в цих умовах покликана забезпечити ефективне дезінвестування і високу маневреність використання капіталу, що вивільняється, в об'єктах інвестування, які забезпечують подальшу фінансову стабілізацію.

Поєднання (або комбінування). Така операційна стратегія підприємства інтегрує в собі різні типи приватних стратегій стратегічних зон господарювання або стратегічних господарських центрів. Вона характерна для найбільших підприємств (організацій) з широкою галузевою і регіональною диверсифікацією операційної діяльності. Відповідно інвестиційна стратегія таких підприємств (організацій) диференціюється в розрізі окремих об'єктів стратегічного управління, будучи підлеглою різним стратегічним цілям їх розвитку.

3. Переважна орієнтація на підприємницький стиль стратегічного управління інвестиційною діяльністю. Інвестиційна поведінка підприємства в стратегічній перспективі характеризується підприємницьким стилем управління виробництвом.

Основою *підприємницького стилю інвестиційної поведінки* є постановка стратегічних цілей від досягнутого рівня інвестиційної діяльності з мінімізацією альтернативності стратегічних інвестиційних рішень, що ухвалюються. Кардинальні зміни напрямів і форм інвестиційної діяльності здійснюються лише як відповідь на зміни операційної стратегії підприємства. Такий стиль інвестиційної поведінки характерний звичайно для підприємств, що досягли стадії зрілості у своєму життєвому циклі.

Основними критеріями, що формують *підприємницький стиль інвестиційної поведінки*, є активний пошук ефективних інвестиційних рішень з усіх напрямів і форм інвестиційної діяльності, а також на різних стадіях інвестиційного процесу. Цей стиль інвестиційної поведінки пов'язаний з постійною трансформацією напрямів, форм і методів здійснення інвестиційної діяльності на всьому шляху до досягнення поставлених стратегічних цілей з урахуванням факторів зовнішнього інвестиційного середовища, що змінюються.

В економічній літературі підприємницький стиль інвестиційної поведінки підприємства в стратегічній перспективі розглядається як консервативний, тоді як *підприємницький стиль* — як агресивний, орієнтований на прискорене зростання. При цьому більшість економістів приходять до висновку, що підприємницький стиль інвестиційної поведінки найбільшою мірою кореспондує зі стратегічним управлінням.

4. Забезпечення поєднання перспективного, поточного та оперативного управління інвестиційною діяльністю. Концепція стратегічного управління передбачає, що розроблена інвестиційна стратегія підприємства одержує свою подальшу конкретизацію в процесі поточного управління інвестиційною діяльністю шляхом формування інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) підприємства. На відміну від інвестиційної стратегії формування інвестиційної програми є середньостроковим управлінським процесом, здійснюваним у рамках стратегічних рішень і поточних інвестиційних можливостей підприємства. У свою чергу, процес поточного управління інвестиційною діяльністю одержує найдетальніше завершення в оперативному управлінні реалізацією реальних інвестиційних проектів і реструктуризацією портфеля фінансових інструментів інвестування. Таким чином, розробка інвестиційної стратегії є тільки

першим етапом процесу стратегічного управління інвестиційною діяльністю підприємства.

Розробка інвестиційної стратегії підприємства, хоч і орієнтована в основному на довгострокові цілі, включає також формування окремих стратегічних цільових нормативів і показників, які дають можливість виробляти в подальших середньостроковому і короткостроковому періодах конкретні інвестиційні рішення з формування інвестиційної програми та інвестиційного портфеля, а також реалізації реальних інвестиційних проектів і реструктуризації портфеля фінансових інструментів інвестування.

Формування інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) підприємства, орієнтуючись на цілі інвестиційної стратегії і реалізуючи стратегічні завдання середньострокового періоду, служить основою відбору реальних інвестиційних проектів до складу інвестиційної програми або груп фінансових інструментів до складу інвестиційного портфеля. Одночасно визначаються терміни і обсяги реалізації окремих реальних інвестиційних проектів в розрізі конкретних короткострокових періодів, орієнтовані на здійснення цілей інвестиційної стратегії.

Оперативне управління реалізацією реальних інвестиційних проектів і реструктуризацією портфеля фінансових інструментів інвестування, орієнтуючись на сформовану підприємством інвестиційну програму та інвестиційний портфель і завдання управління ними в короткостроковому періоді, передбачає розробку оперативних інвестиційних рішень в частині окремих реальних об'єктів і фінансових інструментів інвестування, а в необхідних випадках — підготовку положень про реструктуризацію інвестиційної програми (портфеля) підприємства.

5. Забезпечення адаптування інвестиційної стратегії до змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища. Це адаптування реалізується в системі загального ситуативного підходу до майбутньої діяльності підприємства. Суть цього основоположного підходу полягає в тому, що всі майбутні стратегічні зміни в інвестиційній діяльності підприємства — її напрямках, формах, методах планування і контролю, організаційній структурі управління та інвестиційній культурі і т. ін. — є прогнозо-

ваною, або оперативною, його реакцією на відповідні зміни різних факторів зовнішнього інвестиційного середовища.

Так, якщо прогнозовані параметри зовнішнього інвестиційного середовища є відносно стабільними, підприємство має нагоду більшою мірою деталізувати свою інвестиційну стратегію, централізувати систему стратегічного планування і контролю, сформувавши жорсткішу стратегічну організаційну структуру управління інвестиційною діяльністю. І навпаки, якщо прогнозоване зовнішнє інвестиційне середовище характеризується нестабільністю основних параметрів, а її зміни створюють певні загрози або відкривають нові інвестиційні можливості, інвестиційна стратегія підприємства повинна мати загальніший і гнучкіший характер, забезпечуватися більш децентралізованими структурами управління, що дають змогу оперативно й адекватно реагувати на зміни інвестиційного клімату, кон'юнктури інвестиційного ринку і т. ін. У процесі забезпечення адаптування інвестиційної стратегії до змінних параметрів зовнішнього інвестиційного середовища маневр у перерозподілі інвестиційних ресурсів виконує набагато більшу роль у здійсненні ефективної інвестиційної діяльності, ніж чітке виконання окремих стратегічних напрямів і форм.

6. Забезпечення альтернативності стратегічного інвестиційного вибору. В основі стратегічних інвестиційних рішень має лежати активний пошук альтернативних варіантів напрямів, форм і методів здійснення інвестиційної діяльності, вибір найкращих з них, побудова на цій основі загальної інвестиційної стратегії і формування механізмів ефективної її реалізації. Альтернативність є найважливішою відмінною рисою всієї системи стратегічного управління підприємством і пов'язана зі всіма основними елементами стратегічного інвестиційного вибору — інвестиційними цілями, інвестиційною політикою в окремих аспектах інвестиційної діяльності, джерелами формування інвестиційних ресурсів, стилем і менталітетом інвестиційної поведінки і т. ін.

7. Забезпечення постійного використання результатів технологічного прогресу в інвестиційній діяльності. Формуючи інвестиційну стратегію, слід мати на увазі, що інвестиційна діяльність є головним механізмом упровадження технологічних нововведень, які забезпечують зростання конкурентної по-

зиції підприємства на ринку. Тому реалізація загальних цілей стратегічного розвитку підприємства значною мірою залежить від того, наскільки його інвестиційна стратегія відображає досягнуті результати технологічного прогресу і адаптована до швидкого використання нових його результатів.

8. Врахування рівня інвестиційного ризику в процесі прийняття стратегічних інвестиційних рішень. Практично всі основні інвестиційні рішення, що приймаються в процесі формування інвестиційної стратегії, тією чи іншою мірою змінюють рівень інвестиційного ризику. Передусім це пов'язано з виробленням напрямів і форм інвестиційної діяльності, формуванням інвестиційних ресурсів, упровадженням нових організаційних структур управління інвестиційною діяльністю. Особливо сильно рівень інвестиційного ризику зростає в періоди коливань ставки відсотка і зростання інфляції. У зв'язку з різним менталітетом інвестиційної поведінки щодо рівня допустимого інвестиційного ризику на кожному підприємстві в процесі розробки інвестиційної стратегії цей параметр повинен встановлюватися диференційовано.

9. Орієнтація на професійний апарат інвестиційних менеджерів у процесі реалізації інвестиційної стратегії. Які б фахівці не притягувалися до розробки окремих параметрів інвестиційної стратегії підприємства, її реалізацію повинні забезпечувати підготовлені спеціалісти — інвестиційні менеджери. Ці менеджери повинні бути ознайомлені з основними принципами стратегічного управління, механізмом управління реальними інвестиційними проектами і портфелем фінансових інвестицій, володіти методами стратегічного інвестиційного контролінгу.

10. Забезпечення розробленої інвестиційної стратегії підприємства відповідними організаційними структурами управління інвестиційною діяльністю і принципами інвестиційної культури. Найважливішою умовою ефективної реалізації інвестиційної стратегії є відповідні їй зміни організаційної структури управління та інвестиційної культури. Стратегічні зміни у сфері організаційної структури та інвестиційної культури, що передбачаються, мають бути складовою параметрів інвестиційної стратегії, що забезпечують її реалізацію.

Розробка інвестиційної стратегії здійснюється за такими етапами:

1-й етап. *Визначення загального періоду формування інвестиційної стратегії.* Цей період залежить від ряду умов:

- насамперед від тривалості періоду, прийнятого для формування загальної стратегії розвитку підприємства, (оскільки інвестиційна стратегія має щодо нього підлеглий характер). Вона не може виходити за межі цього періоду (коротший період формування інвестиційної стратегії допустимий);

- від передбачуваності розвитку економіки в цілому та інвестиційного ринку зокрема; в умовах нестабільного розвитку економіки цей період не повинен перевищувати 3—5 років, у розвинених стабільних економіках він становить 10—15 років;

- від галузевої приналежності підприємства;

- від його розміру, потужності і темпів розвитку.

2-й етап. *Дослідження факторів зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку.*

Таке дослідження зумовлює вивчення економіко-правових умов інвестиційної діяльності підприємства і можливої їх зміни в майбутньому періоді. Крім того, на цьому етапі розробки інвестиційної стратегії аналізується кон'юнктура інвестиційного ринку і фактори, що її визначають, а також розробляється прогноз кон'юнктури в розрізі окремих сегментів цього ринку, пов'язаних з майбутньою інвестиційною діяльністю підприємства.

3-й етап. *Оцінювання сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його інвестиційної діяльності.*

У процесі такого оцінювання необхідно визначити, чи володіє підприємство достатнім потенціалом, щоб скористатися інвестиційними можливостями, що відкрилися, а також які внутрішні його характеристики послаблюють результативність інвестиційної діяльності. Для діагностики внутрішніх проблем здійснення цієї діяльності використовується метод управлінського обстеження підприємства, заснований на вивченні різних функціональних зон підприємства, що забезпечують розвиток інвестиційного процесу.

Управлінський метод обстеження підприємства включає вивчення таких функціональних зон:

- маркетингові можливості розширення обсягів і диверсифікації діяльності підприємства;

- фінансові можливості формування інвестиційних ресурсів;

- професійний і кваліфікаційний склад персоналу, що забезпечує розробку й реалізацію інвестиційної стратегії;
- стан організаційної структури управління й інвестиційної структури;
- наявність інформаційної бази, що забезпечує підготовку альтернативних інвестиційних рішень.

4-й етап. Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності.

Головною метою цієї діяльності є підвищення рівня добробуту власників підприємства і максимізація його ринкової вартості. Разом з тим ця мета вимагає певної конкретизації з урахуванням завдань і особливостей майбутнього інвестиційного розвитку підприємства.

Система стратегічних цілей має забезпечити:

- вибір найефективніших напрямів реального і фінансового інвестування;
- формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів і оптимізацію їх складу;
- прийнятність рівня інвестиційних ризиків і т. ін.

5-й етап. Розробка найдоцільніших шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності.

Цей етап розробки інвестиційної стратегії є одним з основних. Здійснюється він за двома напрямами (аспектами):

- розробка стратегічних напрямів інвестиційної діяльності;
- розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів.

Перший напрям включає:

- пошук альтернатив вирішення поставлених стратегічних інвестиційних цілей з урахуванням зовнішніх можливостей і небезпек, а також внутрішнього інвестиційного потенціалу;
- відбір найприйнятніших із них;
- пошук альтернатив і їх відбір ведеться в галузевому і регіональному розрізі;
- за різними об'єктами стратегічного управління;
- за реальними і фінансовими інвестиціями і т. ін.

У процесі розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів:

- прогнозується загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів, а також їх потреба за окремими етапами стратегічного періоду;

• оцінюється можливість формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел, зокрема:

— власних (частини чистого прибутку, амортизаційних відрахувань, страхових виплат відшкодування збитків, суми погашення довгострокових фінансових інвестицій, реінвестиції від продажу основних фондів, мобілізація надлишку оборотних активів);

— позичкових (кредити, емісія облігацій, цільові державні кредити, податковий інвестиційний кредит, лізинг, (селенг));

— залучених (емісія акцій, безоплатні вкладення державних органів і комерційних структур);

• визначається метод фінансування окремих інвестиційних проектів (акціонування, боргове фінансування, фінансування на консорційних принципах, оренда, субсидування, пільгове фінансування та ін.);

• оптимізується структура джерел формування інвестиційних ресурсів шляхом розрахунку ціни капіталу підприємства, його фінансової стійкості, майбутньої прибутковості і рентабельності.

6-й етап. Визначення стратегічних напрямів формування інвестиційних ресурсів.

У процесі цього етапу розробки інвестиційної стратегії прогнозується загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів, що забезпечують реалізацію стратегічних напрямів і форм реального і фінансового інвестування; диференціюється потреба в інвестиційних ресурсах за окремими етапами стратегічного періоду; оптимізується структура джерел їх формування, що забезпечує фінансову рівновагу підприємства у процесі його розвитку.

7-й етап. Конкретизація інвестиційної стратегії (формування інвестиційної політики за основними аспектами інвестиційної діяльності).

Цей етап формування інвестиційної стратегії дає змогу забезпечити інтеграцію цілей і напрямів інвестиційної діяльності з основними механізмами їх реалізації в даній перспективі.

Інвестиційна політика є формою реалізації інвестиційної ідеології та інвестиційної стратегії підприємства в розрізі найважливіших аспектів інвестиційної діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від інвестиційної стратегії в цілому, інвестиційна політика формується лише за конкретни-

ми напрямками інвестиційної діяльності підприємства, що вимагають забезпечення найефективнішого управління для досягнення головної стратегічної мети цієї діяльності.

Формування інвестиційної політики за окремими аспектами фінансової діяльності підприємства може мати багаторівневий характер. Так, наприклад, в рамках політики управління реальними інвестиціями можуть бути розроблені реноваційна політика, політика інноваційного інвестування і т. ін.

Система формування інвестиційної політики у загальних рисах має такий вигляд:

- політика управління реальними інвестиціями;
- політика управління фінансовими інвестиціями (політика формування портфеля цінних паперів, політика формування портфеля грошових інструментів інвестування);
- політика формування інвестиційних ресурсів (власних і позичкових);
- політика управління інвестиційними ризиками (політика управління ризиками реального інвестування);
- політика управління ризиками фінансового інвестування.

8-й етап. *Розробка системи організаційно-економічних заходів щодо забезпечення реалізації інвестиційної стратегії.*

У системі цих заходів передбачається формування на підприємстві нових організаційних структур управління інвестиційною діяльністю; створення “центрів інвестицій” різних типів; упровадження нових принципів інвестиційної культури; створення ефективної системи стратегічного інвестиційного контролінгу і т. ін.

9-й етап. *Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії* — завершальний етап формування інвестиційної стратегії, що здійснюється на основі розроблених на підприємстві економічних і позаекономічних критеріїв.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. Поняття інвестиційної стратегії підприємства та її зв'язок із загальною стратегією його економічного розвитку.
2. Вихідні передумови формування інвестиційної стратегії.

3. Які основні етапи розроблення інвестиційної стратегії підприємства?

4. Обґрунтування основних напрямів і форм інвестиційної діяльності підприємства.

5. Фактори, що визначають співвідношення форм інвестування, оцінка інвестиційної стратегії підприємства.

Термінологічний словник ключових понять теми

Інвестиційна стратегія є системою довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що визначаються загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибором найефективніших шляхів їх досягнення.

Стратегічне управління — це вид діяльності з керування, що складається в реалізації найбільш важливих якісно визначених напрямів розвитку через здійснення змін в організації; забезпечення оптимальної взаємодії організації з її оточенням.

Стратегічна зона господарювання є самостійним господарським сегментом в рамках підприємства (організації), що здійснює свою діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю попиту, сировини або виробничої технології, що використовується. Інвестиційна стратегія стратегічної зони господарювання виступає звичайно як самостійний (відносно автономний) блок у загальній системі стратегічного інвестиційного управління підприємством.

Стратегічний інвестиційний центр є самостійною структурною одиницею підприємства (організації), яка спеціалізується на виконанні окремих функцій або напрямів інвестиційної діяльності, що забезпечує ефективну господарську діяльність окремих стратегічних зон господарювання і підприємства в цілому. Інвестиційна стратегія таких центрів обмежена функціональними напрямками їх діяльності і підлегла завданням загального стратегічного інвестиційного управління підприємством.

Інжиніринг — вид інженерно-консалтингових послуг, які сприяють інвестиційному процесу, прискорюють його; тобто це засіб підвищення ефективності вкладеного в об'єкт капіталу.

Інжинірингові послуги — це комплекс робіт, що охоплює проведення передінвестиційних досліджень, підготовку техніко-економічних обґрунтувань, технічного та будівельного проектування, а також розробку рекомендацій щодо експлуатації підприємств, організації виробництва та його менеджменту і реалізації готової продукції.

Питання для підсумкового контролю знань

1. Сформулюйте визначення поняття “інвестиційна стратегія підприємства”.
2. Охарактеризуйте співвідношення інвестиційної і загальної стратегії підприємства.
3. Назвіть основні види інвестиційної стратегії.
4. Коли переважно реалізуються основні форми інвестиційної стратегії підприємства?
5. Дайте характеристику стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства.
6. Назвіть основні чинники вибору стратегічних напрямів інвестиційної діяльності підприємства.

Тести

1. До якого із принципів інвестиційного контролінгу на підприємстві належить забезпечення контролю пріоритетних показників розвитку інвестиційної діяльності не тільки по підприємству в цілому, але й у розрізі окремих його центрів інвестицій:

- а) спрямованість системи інвестиційного контролінгу на реалізацію розробленої інвестиційної стратегії;
- б) багатофункціональність інвестиційного контролінгу;
- в) орієнтованість інвестиційного контролінгу на кількісні стандарти;

г) відповідність методів інвестиційного контролінгу специфіці методів інвестиційного аналізу?

2. До якого виду фінансових ресурсів належить капітал, де сумарні активи компанії інвестовані або доступні для інвестування:

- а) підприємницький капітал;
- б) позичковий капітал;
- в) статутний капітал;
- г) фінансовий капітал?

3. Назвіть ознаку класифікації капітальних вкладень, де відбувається будівництво нових підприємств, цехів, окремих об'єктів, які після завершення будівництва не переносяться на самостійний баланс:

- а) нове будівництво;
- б) технічне переозброєння;
- в) розширення;
- г) реконструкція.

4. До якого виду інвестицій належить вкладення коштів у різноманітні фінансові інструменти:

- а) валові;
- б) чисті;
- в) фінансові;
- г) інноваційні?

5. Назвіть вид виробничо-господарських утворень, які мають статутний фонд, розділений на певну кількість акцій:

- а) акціонерні товариства;
- б) товариства з обмеженою відповідальністю;
- в) повні товариства;
- г) командитні товариства.

6. Назвіть форму власності інвестиційних ресурсів, де фінансування направляється з держбюджету, місцевих бюджетів, а також із державних підприємств:

- а) приватні інвестиції;
- б) загальні інвестиції;

- в) державні інвестиції;
- г) колективні інвестиції.

7. За якими ознаками класифікують інвестиції, пов'язані з особистою участю інвестора у виборі об'єктів інвестування:

- а) за об'єктами вкладення коштів: реальні інвестиції;
- б) за характером участі в інвестуванні;
- в) за періодом інвестування;
- г) за формами власності?

8. До яких показників інвестиційного ринку належать ціни попиту та пропозиції на основні фондові інструменти:

- а) показники, які характеризують кон'юнктуру ринку фондових інструментів;
- б) показники, які характеризують кон'юнктуру грошових інструментів інвестування;
- в) показники, які характеризують кон'юнктуру ринку капітальних товарів і послуг?

9. До якої з форм інвестиційного аналізу на підприємстві належить зовнішній інвестиційний аналіз:

- а) за організацією проведення;
- б) залежно від обсягу аналітичного дослідження;
- в) за глибиною аналітичного дослідження;
- г) за об'єктом інвестиційного аналізу?

10. До якого із видів моніторингу належить моніторинг, що здійснюється в розрізі використання джерел фінансування: власних, позичкових або притягнутих коштів:

- а) маркетинговий;
- б) фінансовий;
- в) технічний моніторинг?

Тема 5

СТРАТЕГІЯ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

- 5.1. Джерела інвестиційних ресурсів.**
- 5.2. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.**
- 5.3. Ринок фінансових інструментів.**
- 5.4. Учасники фінансового ринку.**
- 5.5. Оцінка ефективності інвестицій у фінансові інструменти.**
- 5.6. Визначення засад активності інвестиційної діяльності в Україні.**

*Намагаючись залучити якомога більше за-
позичених коштів під забезпечення власних
капіталів, інвестор аналізує всі переваги та
вади залучених та запозичених коштів з ме-
тою оптимізації структури джерел фінансу-
вання проектів.*

*“Формула координатора: управляти, не
володарюючи, а допомагаючи й інформуючи”.*

Йогі Берра

ВННАДТУ

ВІСНИК

177

А

5.1. ДЖЕРЕЛА ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ

Насамперед слід розглянути, з яких складових можуть формуватися інвестиційні ресурси, інакше кажучи, джерела інвестиційних ресурсів. Так, грошові кошти що перебувають у розпорядженні підприємця, є його *фінансовими ресурсами*. Фінансові ресурси використовуються на розвиток підприємницької діяльності (фінансування засобів виробництва та робочої сили), утримання об'єктів невиробничої сфери, на споживання та створення резервів. Частина фінансових ресурсів, що йде на фінансування предметів та засобів праці, робочої сили та інших елементів виробництва, *становить капітал підприємства* у грошовій формі.

Як фінансовий ресурс капітал може бути *підприємницьким* — вкладання шляхом прямих чи портфельних інвестицій у будь-який проект з метою отримання прибутку чи прав управління або того й іншого разом; *позичковим* — грошові кошти, що передаються у борг на умовах повернення та платності.

Головними джерелами фінансових ресурсів є прибуток, амортизаційні відрахування, пайові внески (у статутний чи акціонерний капітал), страхові внески та внески до пенсійного фонду, кошти від розміщення власних цінних паперів (ЦП) та реалі-

зації ЦП інших емітентів, кредиторська заборгованість, кредити та позики, спонсорство, державні субсидії.

Прибуток — це фінансовий ресурс, що використовується як на споживання, так і на нагромадження.

Амортизація — найважливіше джерело фінансових ресурсів. Амортизаційні відрахування формуються шляхом перенесення вартості основних фондів (ОФ) на вартість продукту, що в сукупності становлять *амортизаційний фонд*.

Пайові внески — це грошові та інші кошти, сплачені юридичними та фізичними особами при вступі до спільного підприємства, які можуть сплачуватись у вигляді грошових коштів, матеріальних цінностей, прав користування природними ресурсами та майном.

Страхові внески та внески до пенсійного фонду беруть участь у забезпеченні відтворення виробничих сил як засобів праці та робочої сили.

Кошти від розміщення власних ЦП та реалізації паперів інших емітентів надходять від операцій на вторинному ринку з акціями, облігаціями, заставними свідоцтвами, векселями, страховими полісами тощо.

Кредиторська заборгованість — стійке джерело фінансових ресурсів, що постійно перебуває в розпорядженні підприємства. Це заборгованість постачальникам за товари, строк оплати яких ще не настав; перехідна заборгованість бюджету, заборгованість за відрахуваннями у позабюджетні фонди.

Спонсори — юридичні та фізичні особи що надають підтримку в інвестуванні проектів. Спонсорство підтримується державою. Цей фінансовий ресурс не підлягає оподаткуванню. Спонсори, беручи участь в інвестуванні, звичайно не отримують прямих доходів, але вони мають непрямі доходи завдяки рекламі, розширюючи свої ринки збуту, підвищуючи свій імідж та рейтинг.

Державне субсидювання може здійснюватись в таких формах, як прямі позики та гарантовані позики, гранти на певні проекти, пайова участь, прямі дотації, страхування. Субсидюючи проект, уряд звичайно висуває такі ж умови, що й банк чи інший кредитний заклад, але надані ним пільги заохочують останніх взяти участь у фінансуванні. Тому держава, як правило, є одним із інвесторів чи учасників інвестування.

Формування структури джерел фінансування — це дуже складний процес, який залежить від потужності кожного джерела в той чи інший період часу, фінансового стану і перспектив розвитку акціонерів, а також кон'юнктури ринку та актуальності інвестиційного проекту в перспективі. Під час передінвестиційних досліджень перед суб'єктами господарювання виникає проблема визначення обсягу інвестицій для фінансування проекту. Перед інвестором виникає питання, яким має бути співвідношення власного, акціонерного і позичкового капіталу. Відповідь дає економічний аналіз фінансового забезпечення проєктів із використанням *левериджу*.

Всі джерела формування інвестиційних ресурсів поділяються на *3 великі групи*: власні, позичкові, залучені.

Власні джерела формування інвестиційних ресурсів:

1) *прибуток, що залишається в розпорядженні компанії* після сплати податків та інших обов'язкових платежів. Політика розподілу чистого прибутку компанії заснована на загальній стратегії економічного розвитку;

2) *амортизаційні відрахування*. Їх розмір залежить від обсягу ОФ, що використовуються фірмою, і прийнятної політики їх амортизації;

3) *інші*: страхова сума відшкодування збитків, викликаних втратою майна, раніше здійснені довгострокові фінансові вкладення, строк погашення яких закінчується в поточному періоді.

Позикові джерела формування інвестиційних ресурсів:

1) *довгострокові кредити банків* звичайно відіграють головну роль, але в умовах економічної кризи практично не використовуються;

2) *емісія облігацій компанії* (не більше 25 % статутного капіталу) не набула значного поширення внаслідок нерозвинутості фондового ринку;

3) *інвестиційний лізинг* є однією із найперспективніших форм залучення позичкових ресурсів. Він розглядається як різновид довгострокового кредиту, що представляється в натуральній формі і погашається в розстрочку;

4) *інвестиційний селенг* — це специфічна форма зобов'язання, що полягає в передачі власником прав щодо використання і розпорядження його майном за певну плату;

5) *податковий інвестиційний кредит*;

6) *цільовий державний кредит*.

Залучені джерела формування інвестиційних ресурсів:

- 1) *акціонерний капітал* — для акціонерних товариств (АТ);
- 2) *емісія інвестиційних сертифікатів* — для інвестиційних фондів;
- 3) *розширення статутного капіталу за рахунок додаткових внесків (паїв) вітчизняних і зарубіжних інвесторів* — для підприємств інших організаційно-правових форм;
- 4) *кошти на цільове інвестування*, що безкоштовно надаються державними органами і комерційними структурами.

5.2. ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ ДЖЕРЕЛ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ

Намагаючись залучити якомога більше запозичених коштів під забезпечення власних капіталів, інвестор аналізує всі переваги та вади залучених і запозичених коштів з метою оптимізації структури джерел фінансування проектів.

Обґрунтування структури джерел фінансування необхідне з метою забезпечення фінансової стійкості компанії в період реалізації проекту.

Оптимізація структури — це вибір найбільш вигідного співвідношення внутрішніх і зовнішніх (залучених та запозичених) джерел на кожному етапі життєвого циклу проекту.

Формуючи структуру інвестиційних витрат, інвестор користується нормою доходу на вкладений капітал і порівнює її з вартістю запозичених та залучених коштів (позичковим відсотком, дохідністю облігацій, дивідендами).

Отже, рівень витрат на фінансування інвестиційного проекту вимірюється платою за використання коштів, а саме — *загальною нормою доходу, що очікується від інвестицій*.

Ця норма може бути обчислена так:

$$H_{зд} = H_{рд} + H_{кп} + H_{рн} + H_{кл} + H_{іс} + H_{вс}, \quad (5.1)$$

де $H_{зд}$ — загальна норма очікуваного доходу;

$H_{рд}$ — норма реального доходу;

$H_{\text{КІ}}$ — приріст норми доходу, що компенсує очікувані витрати від інфляції;

$H_{\text{РН}}$ — приріст норми доходу, що враховує ризик неплатежу;

$H_{\text{КЛ}}$ — приріст норми доходу, що має компенсувати недостатню ліквідність фінансових ресурсів інвестування;

$H_{\text{ІС}}$ — приріст норми доходу на стадії інвестування проекту (можливі надходження під час будівництва);

$H_{\text{БС}}$ — приріст норми доходу до бар'єрної ставки (внутрішньої норми дохідності).

У загальному вигляді завдання оптимізації структури джерел фінансування таке: мінімальна норма доходу, що влаштовує i -го власника джерела фінансування, має бути мінімальна.

Формула складних відсотків розраховується так:

$$D = (1 - i)^t - 1, \quad (5.2)$$

де i — ставка (норма) відсотка;

t — розмір періоду.

Якщо облигація має більшу номінальну вартість (наприклад, N), то для підрахунку всього доходу потрібно визначити величину d , а потім перемножити N й D : $D = N \cdot d$.

Грошові кошти, що перебувають у розпорядженні підприємця, є його *фінансовими ресурсами*. Фінансові ресурси використовуються на розвиток підприємницької діяльності (фінансування засобів виробництва та робочої сили), утримання об'єктів невиробничої сфери, на споживання та створення резервів. Частина фінансових ресурсів, що йде на фінансування предметів та засобів праці, робочої сили та інших елементів виробництва, становить *капітал підприємства у грошовій формі*.

Успішно працююче в умовах ринку підприємство має у своєму розпорядженні достатню кількість вільних коштів. Будучи інвестиційно привабливим на етапах зародження і розвитку, підприємство вкладає значні кошти в розвиток матеріальної бази, в удосконалювання виробництва. У цей час здійснюються в основному реальні інвестиції. Фінансові інвестиції незначні, використовуються лише як спосіб короткострокового розміщення коштів у найбільш ліквідні і високоприбуткові активи.

Вирішальним аргументом на користь інвестування засобів в інструменти фінансового ринку є оцінка ефективності варіантів

і їхнє порівняння. Різноманіття фінансових інвестицій вимагає вивчення специфіки такої оцінки.

Першим етапом у рішенні про вибір фінансових інвестицій є оцінка інвестиційних якостей різних фінансових інструментів, що припускає вивчення таких питань:

1) оцінки інвестиційної привабливості галузі, регіону (для облігацій регіональних позик), у яких здійснює свою господарську діяльність емітент аналізованого фінансового інструменту;

2) оцінки інвестиційної привабливості, фінансового стану підприємства-емітента (для акцій і облігацій підприємств);

3) оцінки характеру обертання фінансового інструменту — аналізуються обсяг продажу за визначений період, включення інструменту в лістинг (допуск до торгів на фондовій біржі) і його ліквідність, термін погашення за облігаціями, рівень ризику;

4) оцінки умов його емісії — мети емісії, умови придбання, розмір і періодичність виплати дивідендів, відсотків та ін.

Ефективність інвестицій завжди характеризує співвідношення ефекту (доходу) і витрат. Як *витрати* при визначенні ефективності фінансових інвестицій виступає розмір засобів, витрачених на їхнє придбання, а як *дохід* — різниця між реальною вартістю окремих фінансових інструментів і сумою засобів, інвестованих на їхнє придбання.

Для розрахунку ефективності фінансових інвестицій (норми доходу) використовується формула

$$НД_{I_{\Phi}} = \frac{D_{оч}}{I_{\Phi}} \cdot 100 = \frac{B_{\Phi} - I_{\Phi}}{I_{\Phi}} \cdot 100, \quad (5.3)$$

де $НД_{I_{\Phi}}$ — норма доходу (ефективність) фінансових інвестицій %;

$D_{оч}$ — очікуваний дохід від фінансових інвестицій;

C_{Φ} — реальна (майбутня) вартість окремих фінансових інструментів, приведена до моменту здійснення інвестицій;

I_{Φ} — величина засобів, інвестованих у фінансові інструменти.

Реальна дійсна вартість фінансових інструментів залежить:

1) від суми майбутнього грошового потоку, що генерується фінансовим інструментом;

2) рівня поточної норми доходу на інвестиційному ринку, використовуваної при приведенні майбутньої вартості до дійсної.

Сума майбутнього грошового потоку за фінансовими інвестиціями формується за рахунок чистого доходу, тобто доходу від придбання фінансового активу за винятком сплачених по-

датків на цей дохід. Його формування істотно відрізняється від різних видів фінансових інструментів.

Оцінка вартості фінансових інвестицій можлива як для реципієнта, так і для інвестора. Методи її визначення не містять принципових відмінностей.

5.3. РИНОК ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

Ринок фінансових інструментів — це механізм правових і економічних взаємовідносин між суб'єктами господарської діяльності, яким необхідні кошти для розвитку, і фізичними особами, які можуть їх надати на певних умовах використання і повернення.

Інструменти ринку цінних паперів — це різні форми фінансових зобов'язань (для короткострокового і довгострокового інвестування), торгівля якими здійснюється на ринку цінних паперів.

Інструменти ринку цінних паперів можуть бути:

- *основними* — акції й облигації;
- *похідними* — коносамент, сертифікати, чеки, опціони, ф'ючерси, векселі та ін.

Основні цінні папери — це цінні папери, в основі яких лежать майнові права на який-небудь актив (товар, гроші, капітал, майно, ресурси і т. ін.).

Основні цінні папери поділяються на первинні і вторинні:

- *первинні* — засновані на активах, у число яких не входять самі цінні папери. Це акції, облигації, векселі, банківські сертифікати, чеки, заставні, коносаменти і т. ін.;
- *вторинні* — випускаються на основі первинних цінних паперів. До них належать варанти на цінні папери, депозитарні розписки і т. ін.

Акція — це цінний папір, що засвідчує право її власника на частку у власності акціонерного товариства, на одержання доходу від його діяльності і, як правило, на участь у керуванні цим товариством.

Засоби, виручені акціонерним товариством від продажу акцій, є *джерелом формування виробничих і невиробничих ос-*

новних та оборотних коштів. На відміну від облігацій, акції не є борговими зобов'язаннями акціонерного товариства. Гроші, що надійшли від продажу акцій, представляють власність акціонерного товариства і їх не потрібно повертати власникам акцій. Акція є засобом для швидкого міжгалузевого перепливу капіталів, залучення коштів громадян та інституціональних інвесторів в економіку країни.

Є різні види акцій: іменні і на пред'явника, привілейовані і звичайні тощо.

Обіг іменної акції фіксується у книзі реєстрації акцій, що ведеться товариством. До неї має бути внесено відомості про кожну іменну акцію, включаючи відомості про власника, час придбання акції, а також кількість таких акцій у кожного з акціонерів. За акціями на пред'явника у книзі реєструється їх загальна кількість.

Привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством, якщо інше не передбачено його статутом.

Привілейовані акції можуть випускатися з фіксованими відсотками до їх номінальної вартості, щорічно виплачуваним дивідендом.

Виплата дивідендів проводиться у розмірі, зазначеному в акції, незалежно від розміру одержаного товариством прибутку у відповідному році. У тому разі коли прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів за привілейованими акціями проводиться за рахунок резервного фонду. Якщо розмір дивідендів, що виплачуються акціонерам за простими акціями перевищує розмір дивідендів за привілейованими акціями, то власникам останніх може проводитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує 10 % статутного фонду акціонерного товариства. Порядок здійснення переважного права на одержання дивідендів визначається статутом акціонерного товариства.

Власник акції має право на частину прибутку акціонерного товариства (дивіденди), на участь в управлінні товариством

(крім власника привілейованої акції), а також інші права, передбачені законодавчими актами і статутом акціонерного товариства.

Випуск акцій акціонерним товариством здійснюється у розмірі його статутного фонду або на всю вартість майна державного підприємства (у разі перетворення його в акціонерне товариство). *Додатковий випуск акцій* можливий у тому разі, коли попередні випуски акцій були зареєстровані і всі раніше випущені акції повністю оплачені за вартістю, не нижче номінальної. Забороняється випуск акцій для покриття збитків, пов'язаних із господарською діяльністю акціонерного товариства.

Дивіденди за акціями виплачуються один раз на рік за підсумками календарного року в порядку, передбаченому статутом акціонерного товариства, за рахунок прибутку, що залишається після перерозподілу і усіх виплат.

Облігація — це цінний папір, що засвідчує відносини позики між його власником (кредитором) і особою, що випустила цей папір (емітентом, боржником). Облігації випускають держава, підприємства, організації. *Облігації, що випускаються державою, можуть мати й інші назви:* казначейські векселі, казначейські зобов'язання, ноти, сертифікати.

Випускаються облігації таких видів:

- а) облігації внутрішніх і місцевих позик;
- б) облігації підприємств.

Облігації підприємств випускаються підприємствами усіх передбачених законом форм власності, об'єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами і не дають їх власникам права на участь в управлінні. Облігації можуть випускатися іменними і на пред'явника, відсотковими і безвідсотковими (цільовими), що вільно обертаються або із обмеженим колом обігу.

Облігації внутрішніх і місцевих позик випускаються на пред'явника, а обов'язковим реквізитом цільових облігацій є зазначення товару (послуг), під який вони випускаються.

Рішення про випуск облігацій внутрішніх і місцевих позик в Україні приймається Кабінетом Міністрів України і місцевими радами.

Рішення про випуск облігацій підприємств приймається емітентом і оформляється протоколом.

Акціонерні товариства можуть випускати облигації на суму не більше 25 % від розміру статутного фонду і лише після повної оплати усіх випущених акцій. Випуск облигацій підприємств для формування і поповнення статутного фонду емітентів, а також для покриття збитків, пов'язаних з їх господарською діяльністю, не допускається.

Дохід за облигаціями усіх видів виплачується відповідно до умов їх випуску. Дохід за облигаціями цільових позик (безвідсоткових облигаціях) не виплачується. Власникові такої облигації надається право на придбання відповідних товарів або послуг, під які випущено позики.

За облигаціями підприємств доходи виплачуються за рахунком коштів, що залишаються після розрахунків із бюджетом і сплати інших обов'язкових платежів. Порядок викупу облигацій усіх видів, крім цільових, визначається при їх випуску.

Облигації зовнішніх державних позик України — це цінні папери, що розміщуються на міжнародних та іноземних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облигацій їх номінальну вартість із виплатою доходу відповідно до умов випуску облигацій.

Облигації зовнішніх державних позик України можуть деноминуватися у конвертованій іноземній валюті і випускатися відсотковими, дисконтними, іменними або на пред'явника, із вільним або обмеженим колом обігу. Вони оплачуються виключно у конвертованій іноземній валюті відповідно до умов їх випуску.

Казначейські зобов'язання України — вид цінних паперів на пред'явника, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету і дають право на одержання фінансового доходу.

Випускаються такі види казначейських зобов'язань:

- а) довгострокові — від 5 до 10 років;
- б) середньострокові — від 1 до 5 років;
- в) короткострокові — до 1 року.

Рішення про випуск довгострокових і середньострокових казначейських зобов'язань в Україні приймається Кабінетом Міністрів України. Рішення про випуск короткострокових казначейських зобов'язань приймається Міністерством фінансів України.

Ощадний сертифікат — письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і відсотків за ним. Ощадні сертифікати видаються строкові (під певний договірний відсоток на визначений строк) або до запитання, іменні та на пред'явника. Іменні сертифікати обігу не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам є недійсним.

Дохід за ощадними сертифікатами виплачується при пред'явленні їх для оплати в банк, що їх випустив.

Інвестиційний сертифікат — це цінний папір, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Таким чином, емітентом інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду виступає компанія з управління активами цього фонду.

Пайовий інвестиційний фонд створюється за ініціативою компанії з управління активами шляхом придбання інвестором випущених нею інвестиційних сертифікатів. Для створення пайового інвестиційного фонду компанія з управління активами має розробити та зареєструвати в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку регламент інвестиційного фонду, укласти договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна, зареєструвати пайовий інвестиційний фонд у реєстрі Інституту спільного інвестування та організувати відкриту підписку на інвестиційні сертифікати фонду або їх приватне розміщення. *Відкрита підписка на інвестиційні сертифікати* здійснюється відповідно до порядку проведення відкритої підписки на цінні папери, встановленого законодавством, з урахуванням особливостей, встановлених законодавством України. Строк відкритої підписки на інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу не обмежується. Приватне розміщення інвестиційних сертифікатів здійснюється у порядку, встановленому компанією з управління активами.

Інвестиційні сертифікати надають кожному його власникові однакові права та можуть розміщуватися шляхом відкритого продажу або приватного розміщення.

Вексель — цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання, за яким одна особа зобов'язана сплатити іншій

визначену суму коштів у визначений строк, правовий статус якого регулюється законодавством України про вексельний обіг. Вексельний обіг може охоплювати різні сфери. По-перше, відносини між банками та клієнтами при видачі банківських позичок (соло-векселі); по-друге, між суспільством та державою (казначейські векселі); по-третє, між фізичними та юридичними особами без посередництва банку.

Залежно від мети та характеру угоди, які лежать в основі випуску векселів, а також їх забезпечення розрізняють *комерційні, фінансові та фіктивні векселі*.

Комерційні векселі з'являються в обігу на основі угод з купівлі-продажу товарів у кредит, коли покупець, не володіючи в момент покупки грошима, пропонує продавцю вексель, який може бути як його власністю, так і чужим, але таким, що містить передатний напис (індосамент).

Позичкові угоди в грошовій формі оформляються *фінансовими вексями*. Формалізація грошового зобов'язання фінансовим векселем є способом додаткового забезпечення своєчасного і точного його виконання з метою захисту прав кредиторів.

Векселі, походження яких не пов'язане з реальним переміщенням ні товарних, ні грошових цінностей, називають *фіктивними*. До таких векселів відносять дружні, бронзові (дуті) та зустрічні векселі. Векселі бувають також переказні (тратти), видані в формі безумовної пропозиції (наказу) здійснити платіж та прості, видані у формі безумовного зобов'язання здійснити платіж.

Передача прав векселетримача іншій особі здійснюється шляхом передатного напису на звороті вексяля, який називається *індосаментом*. У випадку неоплати вексяля в строк або відмови *трасантом* (платник за векселем) від акцепту, власник вексяля має повідомити особу, від якої він одержав вексель за надписом, про несплату трасантом — про відмову від акцепту.

Похідні цінні папери — в основі яких лежить який-небудь цінний актив. Це можуть бути ціни товарів (звичайно біржових товарів — зерна, м'яса, нафти, золота і т. ін.); ціни основних цінних паперів (індекси акцій, облігацій); ціни валютного ринку (валютні курси); ціни кредитного ринку (відсоткові ставки) тощо.

Похідні цінні папери засвідчують право чи обов'язок інвестора продати чи купити визначену кількість базисного активу (валюти, акцій, облігацій, золота і т. ін.) у визначений час чи за визначеною ціною.

До похідних цінних паперів відносять варанти, опціони, форварди, ф'ючерси, права.

Сертифікати депозитні — економічні відносини з приводу передачі засобів клієнта в тимчасове користування банку.

Чеки — це документи установленної форми, що містять письмове розпорядження чекодавця банку сплатити власнику чека зазначену в ньому суму.

Особливості: чек виражає тільки розрахункові функції і як самостійне майно в угодах не застосовується (не можна купити чек на вторинному ринку, не можна його закласти, передати в розпорядження, дати в борг); платником за чеком завжди виступає банк чи інша кредитна установа, що має ліцензію на здійснення таких операцій; чек не вимагає акцепту платника, оскільки припускає, що чекодавець депонував у платника необхідну для цього суму грошей.

Суть **опціону** полягає в оформленні контракту на право покупки (*call*) чи продажу (*put*) визначеної кількості цінних паперів. Покупець опціону виплачує його продавцю винагороду (премію). Покупець опціону може чи реалізувати, чи не реалізувати куплене право.

Власники опціонів не обмежені максимально можливими цінами й строком виконання і можуть скористатися перевагами тенденцій, що складаються на ринку.

Ф'ючерс — це певним чином оформлений контракт на придбання відомої кількості цінних паперів у встановлений період за базисною ціною, що фіксується при висновку контракту. Ф'ючерсні контракти суворо стандартизовані і відображають конкретні вимоги продавців і покупців цінних паперів.

Векселі — це цінні папери, що засвідчують безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя.

Варант — це різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власнику право на придбання простих акцій цього емітента протягом певного періоду за певною ціною.

5.4. УЧАСНИКИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Основними *учасниками фінансового ринку* є:

1. *Емітенти цінних паперів* — це держава, юридичні і фізичні особи, які згідно із законодавством здійснюють від власного імені випуск цінних паперів і зобов'язуються виконувати обов'язки, що впливають з умов випуску.

2. *Органи державно-правового регулювання* — органи законодавчої, виконавчої та судової влади, а також державні органи, що підпорядковані законодавчій владі.

3. *Інвестори* — фізичні чи юридичні особи, а також державні органи, які вкладають усі види майнових та інтелектуальних прав у цінні папери.

4. *Фінансові посередники* — це юридичні особи, які надають професійну допомогу суб'єктам фінансового ринку з продажу і придбання цінних паперів. Вони надають брокерські, дилерські та андерайтерські послуги.

Брокер (біржовий маклер, комісіонер, куртьє, стокброкер) — посередник, який діє за дорученням і за рахунок клієнтів, одержуючи за своє посередництво комісійні (куртаж).

Дилер — це посередник, який здійснює операції з купівлі-продажу цінних паперів від свого імені і за власний рахунок.

5. *Активним учасником ринку цінних паперів в Україні* є Національна депозитарна система, яка складається з двох рівнів:

- верхній рівень — це Національний депозитарій України (який функціонує на основі Указу Президента України “Про загальні засади функціонування національного депозитарію України” № 703/99 від 22 червня 1999 р.) і депозитарії, що ведуть розрахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів;

- нижній рівень — це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Сферою діяльності Національної депозитарної системи є:

- стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;

- уніфікація документообігу щодо операцій з цінними паперами й нумерація цінних паперів, випущених в Україні згідно з міжнародними стандартами;
- відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документарній, так і в бездокументарній формах;
- реальна поставка та переміщення з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;
- акумулювання доходів щодо цінних паперів, взятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками; регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем обслуговування обігу рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних з банківськими або іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі.

Перелік цінних паперів, що обслуговуються Національною депозитарною системою, встановлює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України.

Основними учасниками Національної депозитарної системи є.

Депозитарії цінних паперів — це спеціалізована посередницька організація, яка забезпечує збереження й облік цінних паперів, обслуговує угоди, пов'язані з їх обігом та у разі потреби — постачання паперових бланків фондових інструментів зі своїх сховищ у місця, зазначені їх власниками; або це юридична особа, яка проводить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Фондова біржа чи учасники організаційно оформленого позабіржового ринку можуть бути засновниками депозитарію.

Клієнтами депозитарію є зберігачі, які уклали із ним депозитарний договір, емітенти щодо рахунків власних емісій, відкритих на підставі договорів про обслуговування емісії цінних паперів, а також інші депозитарії, з якими укладено договори про кореспондентські відносини.

Зберігачі цінних паперів — це організації, які мають дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо тих цінних паперів, що належать йому, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунку в цінних паперах.

Комерційні банки, які мають дозвіл на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, і торговці цінними паперами, за наявності у них відповідного дозволу, мають право бути зберігачами, проводити за дорученням власника операції з депонованими цінними паперами і здійснювати іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, за винятком клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Клірингові депозитарії — це організації, які отримують, звіряють та поновлюють поточну інформацію, готують бухгалтерські та облікові документи, необхідні для виконання угод щодо цінних паперів, визначають взаємні зобов'язання, що передбачає взаємозалік, забезпечують та гарантують розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Взаєморозрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються на підставі розрахункових документів, наданих сторонами відповідно до договорів, що передбачають перехід права власності на цінні папери, або інформації, наданої фондовими біржами та організаційно оформленим позабіржовим ринком.

Правила та операційні стандарти клірингу і розрахунків за угодами щодо цінних паперів затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України та Міністерством фінансів України.

Реєстратори власників цінних паперів — це організації, які проводять перелік за станом на певну дату власників іменних цінних паперів, належних їм іменних цінних паперів, що є складовою системи реєстру і дає змогу ідентифікувати цих власників, їх кількість, номінальну вартість та вид належних їм іменних цінних паперів.

Органи державної влади, центри сертифікатних аукціонів і їх правонаступники не можуть вести реєстри і бути засновниками реєстраторів. *Частка емітента цінних паперів у статутному фонді реєстратора не може перевищувати 10 %*. Емітент

може вести власний реєстр самостійно, якщо кількість власників цінних паперів не перевищує кількості, визначеної Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України.

Учасники ринку цінних паперів можуть об'єднуватися в саморегульовані організації. Це організації професійних учасників ринку цінних паперів, які створюються згідно з Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України "Щодо затвердження Основних засад розвитку саморегулювання на фондовому ринку України" за № 350 від 22 листопада 2001 р., за принципом — одна саморегульована організація з кожного виду професійної діяльності.

Саморегульована організація повинна об'єднувати не менше ніж 25 % кількості професійних учасників ринку цінних паперів, які здійснюють певний вид (види) професійної діяльності, за винятком саморегульованих організацій, організаторів торгівлі та установ, що здійснюють розрахунково-клірингову діяльність.

Основними завданнями саморегульованих організацій є:

- встановлення правил, стандартів та вимог до здійснення діяльності з цінними паперами, норм та правил поведінки, вимог до професійної кваліфікації фахівців — членів саморегульованих організацій та здійснення контролю за їх дотриманням членами організації;

- сприяння умовам здійснення підприємницької діяльності членами саморегульованої організації, розробка та впровадження заходів щодо захисту прав членів саморегульованої організації, розгляд скарг клієнтів — членів саморегульованих організацій, які входять до їх складу, щодо порушення професійними учасниками ринку цінних паперів вимог чинного законодавства України;

- впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між членами саморегульованої організації та між членами саморегульованої організації і їх клієнтами;

- ініціювання вдосконалення нормативної та законодавчої бази ринку цінних паперів;

- представництво інтересів членів саморегульованої організації та інших учасників ринку цінних паперів в органах державної влади, судах, інших організаціях з метою захисту їх інтересів.

Найактивнішою саморегульованою організацією в Україні є Асоціація “Позабіржова фондова торговельна система” (ПФТС), яка є електронним фондовим ринком, створеним для торгівлі цінними паперами, допущеними Асоціацією до котирування у Торговельній системі. Членом ПФТС може бути будь-яка юридична особа, яка має право здійснювати підприємницьку діяльність з цінними паперами в Україні і прийнята в Асоціацію згідно з її Статутом, положеннями та правилами. З 2000 р. ПФТС розпочала ретрансляцію своїх торгів у режимі реального часу за допомогою двох інформаційних агентств — “Reuters” і “РосБізнесКонсалтинг”. Система “ПФТС on line” дозволила операторам ринку через Інтернет слідкувати за котируванням із п’ятихвилинною затримкою.

5.5. ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙ У ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

Ефективність інвестицій в акції можна оцінити за формулою

$$НД_{aT} = \frac{(C_{пр(1+T)} + D_t) \cdot a_t - C_{пок_t}}{C_{пок_t}}, \quad (5.4)$$

де $НД_{aT}$ — норма доходу інвестицій в акції за період T володіння ними;

$C_{пок_t}$ — ціна покупки акцій у момент t ;

$C_{пр(1+T)}$ — ціна продажу акцій через час T ;

D_t — сума дивідендів, отриманих за час T , приведена до часу t ;

a_t — коефіцієнт приведення (дисконтування).

При оцінці ефективності інвестицій в акції вітчизняних підприємств варто враховувати, що більшість з них фактично не котирується на ринку, тому замість ринкових цін часто використовується *номінальна вартість акції*.

Якщо інвестиції здійснюються на заздалегідь невизначений час, то майбутній грошовий потік формується за рахунок *очікуваних дивідендів*. Залежно від умов обертання акцій, стадії

життєвого циклу компанії-емітента, розробленої дивідендної політики величина дивідендів у майбутньому періоді може змінюватися. Стабільні дивідендні виплати передбачають привілейовані акції. Звичайні акції можуть передбачати різні схеми виплати дивідендів: стабільний, постійно зростаючий, непостійний рівень виплат.

У випадку неефективної діяльності виплата дивідендів за звичайними акціями може не відбуватися. Тому для визначення норми доходу (*ефективності інвестицій*) за звичайними акціями необхідні аналіз і прогнозування загальноекономічних тенденцій розвитку ринку.

Формула (5.2) може оцінювати фактичну ефективність інвестицій в акції. Однак якщо дати покупки і продажу акцій фіксувалися довільно, використовувати її для прогнозування майбутньої прибутковості недоцільно, оскільки великий вплив випадкових факторів.

Оцінка ефективності інвестицій в облігації. Стабільно працюючі підприємства, що мають вільні кошти, зацікавлені в їхньому інвестуванні в надійні цінні папери. Таку можливість надає ринок облігацій: державних і корпоративних.

Для інвестора принциповими з погляду цілей інвестування є такі види облігацій:

1) *безкупонні облігації*, тобто без виплати відсотків. Дохід інвестора забезпечується різницею між оголошеною викупною ціною (номінальною вартістю облігації) і ціною придбання;

2) *облігації з перемінним купонним відсотком*, що повідомляється перед початком чергового купонного періоду і погашенням наприкінці передбаченого строку;

3) *облігації з виплатою всієї суми відсотків* при погашенні наприкінці передбаченого періоду її звертання.

Для безкупонних облігацій можливий розрахунок таких показників ефективності.

Очікувана норма доходу інвестицій в облігації за весь період до погашення. При цьому оцінювання здійснюється з урахуванням обставини, що реальна вартість облігації і є її номінальною вартістю, а інвестор витрачає у момент придбання за себе, менші від номінальної вартості облігації.

Розрахунок можна провести так:

$$НД_{обл} = \frac{100 - Ц_{пок}}{Ц_{пок}} \cdot 100, \quad (5.5)$$

де $НД_{обл}$ — норма доходу інвестицій у безкупонні облигації, %;
 $Ц_{пок}$ — ціна покупки облигації у відсотках до її номінальної вартості.

Номінальна прибутковість до погашення (yield to maturity, YTM), що розраховується для безкупонних облигацій за формулою простих відсотків на поточну дату покупки ($t_{пок}$):

$$YTM = \frac{100 - Ц_{покт,пок}}{Ц_{покт,гр}} \cdot \frac{365}{T - t_{пок}} \cdot 100, \quad (5.6)$$

де $Ц_{покт,гр}$ — поточна ціна покупки облигації, у % до її номінальної вартості в момент часу покупки $t_{пок}$;

$T - t_{пок}$ — час до погашення облигації з часу покупки облигації, у днях.

YTM (котирування) видаються емітентом облигацій з метою підвищення ефективності розташування і використовуються як інформація для прийняття рішень з їх придбання. Однак такі рішення на основі YTM інвестор може приймати тільки для короткострокових інвестицій за умови володіння облигаціями до часу їх погашення.

Ефективна прибутковість — норма прибутковості облигацій за календарний рік, що розраховується за формулою складних відсотків:

$$НП_{обл} = \left(\left(\frac{НП_{обл}}{100} + 1 \right)^{1/T} - 1 \right) \cdot 100, \quad (5.7)$$

де $НП_{обл}$ — норма прибутковості облигацій з розрахунку за календарний рік (ефективна прибутковість), у % річних;

$НП_{обл}$ — норма прибутковості облигацій за весь строк до погашення T ;

T — кількість днів (років) до погашення облигації;

t — кількість днів у році (при розрахунку в річній розмірності, приймається рівним 1).

Прибутковість облігацій з перемінним купонним відсотком, до яких відносять насамперед облігації державної позики (ОДП) і облігації державної ощадної позики (ОДОП), визначається в складі тих же показників:

а) очікувана норма доходу:

$$НП_{\text{обл}}^{\text{к}} = \frac{K_p}{C_{\text{пок}}} \cdot 100, \quad (5.8)$$

де K_p — купонний платіж у відсотках до номінальної ціни облігації;

б) номінальна прибутковість до погашення:

$$УТМ^{\text{к}} = \frac{100 + K_{t_n} - C_{\text{пок}t_{\text{пок}}}}{C_{\text{пок}t_{\text{пок}}}} \cdot \frac{365}{t_n - t_{\text{пок}}} \cdot 100, \quad (5.9)$$

де K_{t_n} — черговий купонний платіж, здійснюваний у момент часу t_n , % до номінальної ціни облігації.

Якщо інвестор орієнтований на утримання купонної облігації до погашення (довгостроковий інвестор), то для визначення ефективності інвестицій можливий розрахунок NPV потоку платежів за формулою:

$$NPV = -C_{\text{пок}t_{\text{пок}}} + \sum_{t_n > t_{\text{пок}}} \frac{K_{t_n}}{1 + E_d} + \frac{100}{(1 + E_d)^{T - t_{\text{пок}}}}, \quad (5.10)$$

де E_d — норма доходу за альтернативними варіантами інвестицій, найчастіше відсоткова ставка за депозитами (найпростіший спосіб інвестування купонних виплат).

У цій формулі підсумовуються тільки ті купонні виплати, що надходять після покупки облігації під час $t_{\text{пок}}$.

Короткостроковий інвестор здійснює продаж облігацій у найбільш вигідний момент до її погашення. У своїх рішеннях він повинен керуватися значеннями *поточної прибутковості облігацій за день*:

$$НП_{\text{обл.пок}} = \frac{1}{t_{\text{пр}} - t_{\text{пок}}} \cdot \frac{C_{\text{пр}t_{\text{пр}}} - C_{\text{пок}t_{\text{пр}}}}{C_{\text{пок}t_{\text{пок}}}}, \quad (5.11)$$

де $t_{\text{пок}}$, $t_{\text{пр}}$ — дати покупки і продажу облігацій, у днях;

$C_{пр}$, $C_{пок}$ — відповідно ціни продажу і покупки облігації в дані моменти часу.

Поточну норму прибутковості можна перерахувати в річну:

$$НП_{обл_p} = (1 + НП_{обл_{пор}})^{365} - 1. \quad (5.12)$$

Оскільки в момент інвестування засобів у покупку облігацій ціна продажу невідома, її можна тільки прогнозувати, ризик короткострокових інвестицій в облігації є більшим, ніж довгострокових.

Ефективність облігацій з виплатою всієї суми відсотків при погашенні ($НП_{обл_{пп}}$) наприкінці передбаченого періоду їхнього звертання визначається в такий спосіб:

$$НП_{обл_{пп}} = \frac{100 + П_{п}}{\left(\frac{C_{покt_{пок}}}{100}\right)^{T-t_{пок}}} - 100, \quad (5.13)$$

де $C_{покt_{пок}}$ — поточна ціна покупки облігації, у % до її номінальної вартості в момент часу покупки $t_{пок}$;

$П_{п}$ — відсоткова ставка за облігацією при погашенні, у % ;

$T - t_{пок}$ — час, що залишається до погашення облігації з часу покупки, у днях чи роках.

Оцінка ефективності інвестицій у вексель. Для оцінювання ефективності фінансових операцій з векселями використовують такі розрахунки:

Сума відсотків — дохід (I_B) нараховується на основі річної відсоткової ставки та періоду обігу векселя за формулою

$$I_B = \frac{i_b \cdot t \cdot P_H}{365}, \quad (5.14)$$

де I_B — вексельний дохід;

i_b — річний відсоток за векселем, коефіцієнт;

t — кількість днів обігу векселя;

P_H — номінал векселя.

Дисконтний дохід (I_D) — різниця між номіналом векселя та дисконтною ціною (ціною придбання векселя).

Дохідність векселя ($I_{\text{д}}$) за строк позики визначається за формулою

$$I_{\text{д}} = I_{\text{в}} : P_{\text{пр}}, \quad (5.15)$$

де $P_{\text{пр}}$ — ціна придбання векселя.

Дохідність векселя за рік визначається так:

$$I_{\text{д}} = (I_{\text{в}} \cdot 365) : (t \cdot P_{\text{пр}}), \quad (5.16)$$

де t — число днів обігу векселя.

При продажу фінансового векселя на ринку цінних паперів до закінчення строку боргового зобов'язання дохід ділиться між продавцем і покупцем. Дохід, який одержить покупець ($I_{\text{пок}}$), розраховується за такою формулою:

$$I_{\text{пок}} = (i_r \cdot P_{\text{н}} \cdot t_i) \cdot 365, \quad (5.17)$$

де $I_{\text{пок}}$ — дохід покупця;

i_r — ринкова ставка на момент угоди за борговими зобов'язаннями такої строковості, яка залишилася до погашення векселя, грн;

$P_{\text{н}}$ — номінальна ціна векселя;

t_i — число днів до погашення векселя.

З одного боку дохід покупця не повинен бути меншим від тієї суми, що він отримав би при ринковій ставці за борговими зобов'язаннями такої строковості, яка залишилася до погашення векселя.

В банківській практиці при розрахунках простих векселів використовуються такі: сума, яку банк віднімає з вексельної суми як премію за дострокове погашення кредиту, називається дисконтом (D).

Величина дисконту визначається як різниця вексельної суми та її приведеної величини на момент врахування векселя комерційним. Приведена величина вартості векселя залежить від строку, який залишився до дати погашення боргового зобов'язання, та визначається шляхом комерційного обліку на основі облікової ставки, визначеної самим банком.

При визначенні величини вексельної суми дисконту використовується формула

$$P = S(1 - \frac{r \cdot t}{365}), \quad (5.18)$$

де P — приведена величина вексельної суми на момент врахування банком;

S — вексельна сума;

r — облікова ставка банку, коефіцієнт;

t — число днів від дати врахування до дати погашення векселя.

Дисконт на користь банку визначається як

$$D = S - P \text{ або } D = \frac{S \cdot r \cdot t}{365}, \quad (5.19)$$

Аналогічні розрахунки проводяться і з переказним векселем.

Формуючи структуру інвестиційних витрат, інвестор користується нормою доходу на вкладений капітал і порівнює її з вартістю запозичених та залучених коштів (позичковим відсотком, доходністю облігацій, дивідендами).

Отже, рівень витрат на фінансування інвестиційного проекту вимірюється платою за використання коштів, а саме — загальною нормою доходу, що очікується від інвестицій.

5.6. ВИЗНАЧЕННЯ ЗАСАД АКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

Особливо актуальною для України на нинішньому етапі економічного розвитку є залучення до національної економіки іноземних інвестицій.

Жорстка конкурентна боротьба між державами світу на міжнародному ринку приватного капіталу триває вже не перше десятиріччя. Завдяки цьому закордоном накопичено багатий досвід застосування у зазначеній сфері маркетингових технологій та інструментарію.

Суб'єктами цієї діяльності виступають здебільшого спеціалізовані установи, які зазвичай називають себе агенціями з питань просування інвестицій. При цьому необхідно зазначити, що у сфері залучення інвестицій, ключовим елементом діяльності названих вище агенцій є маркетингові дослідження. Адже лише

через проведення таких досліджень ці установи можуть одержати інформацію, необхідну їм для:

- визначення сприятливих можливостей;
- планування, удосконалення та оцінки ефективності діяльності, зокрема маркетингової;
- реалізація маркетингу як єдиного процесу.

Держава, створюючи сприятливі умови для діяльності інвесторів, систему яких більшість дослідників характеризує як *інвестиційний клімат*, очікує відповідної реакції з боку інвесторів, а саме — вкладення капіталу в економіку цієї держави. Останнім у разі залучення іноземних інвестицій виступає результат економічної і соціальної діяльності, а також внутрішньої і зовнішньої політики держави, бо саме це визначає умови і наміри залученого інвестора у певній країні та впливає на рівень його прибутку.

В Україні для періоду 1991—1997 рр. характерний глибокий спад інвестиційної активності у всіх галузях та сферах народного господарства, про що свідчать такі макроекономічні показники, як ВВП, який знизився в 2,8 раза у 1997 р. порівняно з 1990 р., національний дохід — у 3,3 раза, фонд накопичення — у 3,7 раза, капітальні вкладення — у 3,8 раза. Потужності будівельних організацій в цей період були завантажені на 20 %. Темпи подорожчання інвестиційної одиниці значно випереджали ціни промислової та іншої продукції. Порушена відтворювальна структура економіки, яка виражається у співвідношенні фондів накопичення та фонду споживання.

Основні причини зниження інвестиційної активності:

1) зниження інвестиційних можливостей бюджетів різних рівнів, організацій та населення;

2) недостатнє компенсуюче зростання фінансування інвестицій з позабюджетних джерел;

3) посилення впливу вільних фінансових ресурсів у більш дохідні та менш ризикові операції на фінансових ринках, зокрема на ринку державних ЦП;

4) відсутність механізму трансформації заощаджень населення в інвестиції;

5) відмова від спроби використати механізм емісійної підтримки певних галузей та підприємств;

- 6) відсутність сталих взаємозв'язків реального та фінансового секторів економіки та диспропорції у їх розвитку;
- 7) повільні темпи інвестиційних реформ;
- 8) відсутність активної структурної політики;
- 9) дефіцит внутрішніх інвестицій не компенсується припливом іноземних, які незначні та на 2/3 сконцентровані у Києві;
- 10) нерозвиненість ринкової інфраструктури;
- 11) переважання витратного підходу до інвестицій;
- 12) формальне акціонування підприємств, що приватизуються.

Приведемо приклад позиціонування в аспекті інвестиційних регресій найбільшого металургійного підприємства Західної України. Для поліпшення сприйняття викладеного нижче матеріалу наведемо невелику довідку.

Світове виробництво магнію в 2004 р. перевищило 430 тис. т, з яких більше 200 тис. т виробили 32 дрібних незалежних виробники Китаю, ще близько 120 тис. т випустила норвезька компанія Norsk Hydro. Від 12 тис. т до 32 тис. т магнію виробили ізраїльська корпорація Ded Sea Company Ltd. та російський концерн АВИСМА.

Внаслідок стійкого демпінгу з боку китайських компаній рівень світових цін на магній в 1987—2002 рр. знизився з 3—3,3 тис. дол. США /т до 1—1,3 тис. дол. США /т. Поряд із Калушським магнієвим заводом цінова кон'юнктура примусила згорнути виробництво на двох заводах Франції та Бельгії, а також на Запорізькому титано-магнієвому комбінаті (Україна) та Яванському електрохімічному заводі (Таджикистан) до приходу на Калушський завод інвестора (75 % акцій належить київському ЗАТ "ЕКСПО-Північ", що входить до сфери впливу потужної української нафто-торговельної компанії "Інфокс").

Однак за скрутної ситуації та непорозумінь між владними структурами в 1999 р. підсумком була стагнація надзвичайно прибуткового підприємства — Калушського магнієвого заводу. На початку 2005 р. з приходом нового власника, який володіє більшістю акцій цього підприємства, та за рахунок застосування нових технологій у виробництві в прогнозах заводу на два найближчі роки планується вийти на рівень виробництва до 30 тис. т продукції. Однак основною перешкодою на шляху досягнення цієї мети може стати необхідність окупності інвестицій достроково.

Таким чином, за недосконалості складених інвестиційних стратегій та недбалості економістів-аналітиків у прогнозуванні цього виробництва ситуація допускає появу нового власника або призводить до швидкого продажу державного пакета. Цей приклад свідчить про те, що застосування правильних інвестиційних стратегій, чітко дотримуючись пунктів складеного бізнес-плану, можна досягнути лише за правильної регулюючої функції на державному рівні стосовно інвестиційної діяльності. Саме в цьому глобальному питанні полягає основна мета пропонованої статті.

Регулювання інвестиційного процесу — найважливіший інструмент державної підтримки інвестиційної діяльності.

У теорії інвестиційної діяльності є два підходи щодо втручання держави в інвестиційний процес. У першому випадку держава бере на себе як можна більшу частину функцій інвестора (концентрацію капіталу, забезпечення проектною документацією, матеріально-технічними ресурсами, розподілом доходів від інвестицій та ін). В іншому — надання повної свободи дій інвесторам. У цьому випадку держава впливає на інвестиційний процес лише через макроекономічні регулятори: податкову, амортизаційну, кредитну політику, систему санкцій та субсидій.

Найважливішим напрямом державного регулювання є розробка методики визначення перспективної структури за формами власності.

В умовах ринку державні інвестиції не відокремлені джерелом фінансування.

Нові методи державної інвестиційної політики — це участь у спільному фінансуванні проектів, надання кредитів за зниженими відсотками, фінансування проектів за рахунок випуску ЦП. Першоосновою державного регулювання інвестиційної діяльності є визначення пріоритетів вкладень, тобто спрямування інвестицій в ті сфери, які забезпечать розширення відтворення, найшвидшу віддачу та підвищення рівня життя населення.

В основу визначення пріоритетів розподілу державних та залучення недержавних інвестицій покладені такі орієнтири:

1) поступовий перехід до економічно обґрунтованого спрямування інвестицій та скорочення вкладень в малорентабельні виробництва;

2) повна відмова від фінансування соціальної сфери за залишковим принципом, спрямування інвестицій у виробництво товарів народного споживання;

3) перехід від адміністративних методів управління інвестиційною сферою до ринкових методів через податки, амортизацію, кредити;

4) заміщення повного держбюджетного фінансування проєктів пайовою участю держави.

Намагаючись залучити якомога більше запозичених коштів під забезпечення власних капіталів, інвестор аналізує всі переваги та вади залучених і запозичених коштів з метою оптимізації структури джерел фінансування проєктів.

Обґрунтування структури джерел фінансування необхідне з метою забезпечення фінансової стійкості компанії в період реалізації проєкту. Оптимізація структури — це вибір найбільш вигідного співвідношення внутрішніх та зовнішніх (залучених та запозичених) джерел на кожному етапі життєвого циклу проєкту.

Формуючи структуру інвестиційних витрат, інвестор користується нормою доходу на вкладений капітал і порівнює її з вартістю запозичених та залучених коштів (позичковим відсотком, дохідністю облігацій, дивідендами).

Отже, рівень витрат на фінансування інвестиційного проєкту вимірюється платою за використання коштів, а саме — загальною нормою доходу, що очікується від інвестицій.

В загальному вигляді завдання оптимізації структури джерел фінансування має такий вигляд: мінімальна норма доходу, що влаштовує i -го власника джерел фінансування має бути мінімальна.

Фінансування інвестиційних проєктів здійснюється за рахунок прибутку підприємства, амортизаційних відрахувань, виручки від реалізації основних засобів, кредитів банку, бюджетних асигнувань, резервного фонду підприємства, лізингу і т. ін. У зв'язку з очікуваним набуттям Україною статусу країни з ринковою економікою (грудень 2005 р.) частка власних джерел та кредитів банку зростає, а бюджетне фінансування скорочується. Велике значення для розширення господарської самостійності державних підприємств має дати їм право використо-

увати на фінансування планових заходів всі вільні фінансові ресурси незалежно від джерел їх створення та призначення.

У процесі аналізу необхідно вивчити виконання плану з формування коштів для інвестиційної діяльності в цілому й за основними джерелами та встановити причини відхилення від плану. Слід також проаналізувати зміни в структурі джерел коштів на такі цілі, встановити, наскільки оптимально поєднуються власні та позичкові кошти. Якщо частка останніх зростає, то це може призвести до нестійкості економіки підприємства, збільшення його залежності від банків та інших організацій.

Залучення того чи іншого фінансування інвестиційних проєктів пов'язане для підприємства з визначеними витратами: випуск нових акцій потребує виплати дивідендів акціонерам; випуск облігацій — сплати відсотків; отримання кредиту — сплати відсотків за ним; використання лізингу — сплати винагородження лізингодавцю і т. ін.

Тому в процесі аналізу необхідно визначити ціну різних джерел фінансування та обрати найбільш вигідні з них.

Основними джерелами залученого капіталу є позики банку та випущені облігації. *Ціна кредитів банку* дорівнює його відсотковій ставці. Враховуючи, що відсотки за користування кредитами банку включаються в собівартість продукції та зменшують оподатковуваний прибуток, ціна цього ресурсу менша, ніж сплачуваний банку відсоток, на рівень оподаткування ($K_{\text{опод}}$):

$$C_{\text{кр}} = CB \cdot (1 - K_{\text{н}}), \quad (5.20)$$

де $C_{\text{кр}}$ — ціна кредиту, CB — сплачуваний відсоток.

Ціна такого джерела фінансування, як облігації підприємства, дорівнює величині сплаченим за ними відсоткам (P). Якщо витрати з виплати цих відсотків дозволено відносити до оподаткування, то ціна цього джерела фінансування також буде меншою на рівень оподаткування:

$$C_{\text{дф}} = P \cdot (1 - K_{\text{опод}}), \quad (5.21)$$

де $C_{\text{дф}}$ — ціна джерела фінансування.

Ціна акціонерного капіталу як джерела фінансування інвестиційної діяльності дорівнює рівню дивідендів, що сплачуються за привілейованими та звичайними акціями, розрахованого за середньою арифметичною зваженою.

Реінвестований прибуток також може зайняти більшу частку в інвестиціях. Ціна цього джерела фінансування на акціонерних підприємствах дорівнює приблизно рівню дивідендів за звичайними акціями, оскільки операція реінвестування прибутку рівнозначна придбанню акціонерами нових акцій.

Нині в Україні можна виділити такі шляхи активізації інвестування:

1) підвищення ролі амортизаційних відрахувань як джерела фінансування інвестицій та створення галузевих і міжгалузевих амортизаційних фондів;

2) використання прибутку підприємств на відтворювальні цілі;

3) повернення вивезеного за кордон національного капіталу;

4) залучення заощаджень населення у вклади банків та створення механізму їх трансформації в інвестиції;

5) розвиток лізингу як однієї із форм фінансування інвестицій (фінансовий лізинг);

6) розвиток системи страхування інвестицій від некомерційних ризиків, створення страхових пулів, перестраховування зобов'язань страхових компаній.

Розрахункові задачі

Задача № 1

3 грудня 2005 р. було куплено 5 % -ву облігацію номінальною вартістю 500 грн плюс 2 % комісійних. Дата погашення — 3 грудня 2008 р. за поточним курсом 725 грн мінус 2 % комісійних. Визначити дохід від цієї транзакції.

Розв'язок

Витрати при купівлі:	Підсумок транзакції:
1 облігація · 550 грн =	Виручка при продажу — 710,5 грн;
= 550 грн;	мінус витрати при купівлі —
Комісійні (2 %) — 11 грн.	561 грн.
Усього: 561 грн.	Дохід від продажу: 149,5 грн.

Виторг при продажу:	Плюс норма відсотка (3 роки) +
1 облігація $725 = 725$ грн;	+ 78,8 грн;
комісійні (2 %) — 14,5 грн.	($500 \cdot 0,1576$) грн.
Усього: 710,5 грн.	Усього дохід: 228,3 грн.

Задача № 2

15 жовтня 2004 р. інвестор купив 20 простих іменних акцій за номінальною вартістю 100 грн кожна. При цьому були сплачені комісійні 1,5 % від вартості покупки. Припустимо також, що через рік ці акції котируватимуться за ціною 125 грн, а річний дивіденд становитиме 10 % від номінальної вартості акції. Якщо інвестор вирішив реалізувати акції, а розмір комісійних не змінився (1,5 %), то яким буде дохід інвестора від цієї угоди (транзакції)?

Розв'язок

Витрати при купівлі:	Підсумок транзакції:
20 акцій $\cdot 100$ грн =	Виторг при продажу —
= 2000 грн;	2462,5 грн;
комісійні (1,5 %) — 30 грн.	мінус витрати при покупці ·
Усього: 2030 грн.	2030 грн.
	Прибуток від продажу:
	432,5 грн;
Виторг при продажу:	Плюс дивіденди 20 акцій \times
20 акцій $\cdot 125$ грн = 2500 грн;	$\times 10$ грн + 200 грн.
комісійні (1,5 %) —	Усього дохід: 632,5 грн.
37,5 грн.	
Усього: 2462,5 грн.	

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. У чому полягають сутність та основні етапи розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів?
2. Класифікація інвестиційних ресурсів та зміст процесу управління їх формування.
3. Обґрунтування потреби в інвестиційних ресурсах.
4. Оптимізація вартості і структури інвестиційних ресурсів.

Термінологічний словник ключових понять теми

Прибуток — це фінансовий ресурс, що використовується як на споживання, так і на нагромадження.

Амортизація — найважливіше джерело фінансових ресурсів. Амортизаційні відрахування формуються шляхом переносу вартості основних фондів на вартість продукту та в сукупності становлять амортизаційний фонд.

Пайові внески — це грошові та інші кошти, сплачені юридичними і фізичними особами при вступі до спільного підприємства; можуть бути у вигляді грошових коштів, матеріальних цінностей, прав користування природними ресурсами та майном.

Страхові внески та внески до пенсійного фонду — беруть участь у забезпеченні відтворення виробничих сил як засобів праці та робочої сили.

Кошти від розміщення власних цінних паперів та реалізації паперів інших емітентів надходять від операцій на вторинному ринку з акціями, облігаціями, заставними свідоцтвами, векселями, страховими полісами тощо.

Кредиторська заборгованість — стійке джерело фінансових ресурсів, що постійно перебуває в розпорядженні підпри-

емства. Це заборгованість постачальникам за товари, строк оплати яких ще не настав; перехідна заборгованість бюджету, заборгованість за відрахуваннями у позабюджетні фонди.

Брокер (біржовий маклер, комісіонер, куртьє, стокброкер) — це посередник, який діє за дорученням і за рахунок клієнтів, одержуючи за своє посередництво комісійні (куртаж).

Дилер — це посередник, який здійснює операції з купівлі-продажу цінних паперів від свого імені і за власний рахунок.

Вексель — цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання, за яким одна особа зобов'язана сплатити іншій визначену суму коштів у визначений строк, правовий статус якого регулюється законодавством України про вексельний обіг. Вексельний обіг може охоплювати різні сфери. По-перше, відносини між банками та клієнтами при видачі банківських позичок (соло-векселі); по-друге, між суспільством та державою (казначейські векселі); по-третє, між фізичними та юридичними особами без посередництва банку.

Чеки — це документи установленної форми, що містять письмове розпорядження чекодавця банку сплатити власнику чека зазначену в ньому суму.

Реєстратори власників цінних паперів — це організації, які проводять перелік за станом на певну дату власників іменних цінних паперів, належних їм іменних цінних паперів, що є складовою системи реєстру, що дає змогу ідентифікувати цих власників, їх кількість, номінальну вартість та вид належних їм іменних цінних паперів.

Клірингові депозитарії — це організації, які отримують, звіряють та поновлюють поточну інформацію, готують бухгалтерські та облікові документи, необхідні для виконання угод щодо цінних паперів, визначають взаємні зобов'язання, що передбачає взаємозалік, забезпечують та гарантують розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Питання для підсумкового контролю знань

1. У чому полягає сутність стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства?
2. Назвіть основні ознаки класифікації інвестиційних ресурсів.
3. Охарактеризуйте основні методи оптимізації загальної потреби в інвестиційних ресурсах.
4. Назвіть етапи оптимізації структури інвестиційного капіталу.

Тести

1. До яких джерел фінансових ресурсів належать грошові та інші кошти, сплачені юридичними та фізичними особами при вступі до спільного підприємства:

- а) прибуток;
- б) амортизація;
- в) пайові внески;
- г) страхові внески та внески до пенсійного фонду?

2. До яких власних джерел формування інвестиційних ресурсів належить залишок після сплати податків та інших обов'язкових платежів:

- а) прибуток, що залишається в розпорядженні компанії;
- б) амортизаційні відрахування;
- в) інші?

3. До яких позичкових джерел формування інвестиційних ресурсів належить зобов'язання, що полягають у передачі власником прав щодо використання і розпорядження його майном за певну плату:

- а) довгострокові кредити банків;
- б) емісія облігацій компаній;
- в) інвестиційний лізинг;
- г) інвестиційний селенг?

4. До яких залучених джерел формування інвестиційних ресурсів належать кошти для інвестиційних фондів:

- а) акціонерний капітал;
- б) емісія інвестиційних сертифікатів;
- в) розширення статутного капіталу за рахунок додаткових внесків;
- г) кошти на цільове інвестування?

5. До якої із складових системи інвестиційного ринку належать банки, біржі, брокерські фірми, інституційні інвестори:

- а) суб'єкти ринку;
- б) об'єкти ринкових відносин;
- в) інфраструктура ринку;
- г) ринковий механізм?

6. До яких видів відшкодування капітальних витрат належать витрати, пов'язані з реалізацією цільових програм:

- а) бюджетні асигнування;
- б) державні кредити;
- в) довгострокові кредити за рахунок централізованих кредитних ресурсів;
- г) державно-комерційне фінансування?

7. Назвіть показник первісної або відновної вартості основних засобів, зменшеної на частку, вже перенесену на готовий продукт:

- а) залишкова вартість;
- б) оцінка за вартістю основних фондів;
- в) амортизація;
- г) первісна оцінка основних фондів.

8. До якого етапу інвестування оборотного капіталу належить передбачення пошуку додаткових інвестиційних можливостей щодо довгострокових вкладень:

- а) первісне інвестування при створенні підприємства;
- б) підтримка кругообігу капіталу діючого підприємства;
- в) інвестування у приріст оборотних коштів?

9. До якого ряду стандартів вартості належить ціна, за якої власність може переходити із рук продавця, що бажає її продати, до рук покупця, що бажає її купити:

- а) обґрунтована ринкова вартість;
- б) інвестиційна вартість;
- в) внутрішня (фундаментальна) вартість;
- г) ліквідаційна вартість?

10. Передача або продаж ліцензії однієї фірми іншій на право реалізації продукції чи заняття бізнесом на певній території з використанням товарного знаку та за умови суворого виконання вимог технології та якості:

- а) франчайзинг;
- б) ліцензування;
- в) інжиніринг;
- г) трастинг.

МОДУЛЬ 2

ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

Тема 6

ПІДГОТОВКА РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ ПІДПРИЄМСТВА

- 6.1. *Інвестиційний проект: зміст, етапи розробки і реалізації.*
- 6.2. *Техніко-економічне обґрунтування проекту.*
- 6.3. *Розробка інвестиційного плану. Оцінка витрат.*
- 6.4. *Оцінка інвестиційних проектів.*
- 6.5. *Динаміка розвитку міжнародних інвестиційних процесів.*

Формуючи структуру інвестиційних витрат, інвестор користується нормою доходу на вкладений капітал і порівнює її з вартістю запозичених та залучених коштів (позичковим відсотком, дохідністю облігацій, дивідендами).

6.1. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПРОЕКТ: ЗМІСТ, ЕТАПИ РОЗРОБКИ І РЕАЛІЗАЦІЇ

У загальному вигляді інвестиційний проект — це план вкладення капіталу в конкретні об'єкти підприємницької діяльності з метою наступного одержання прибутку, достатнього за розміром для задоволення вимог інвестора. До змісту такий план включає систему техніко-технологічних, організаційних, розрахунково-фінансових і правових, цілеспрямовано підготовлених матеріалів, необхідних для формування і наступного функціонування об'єкта підприємницької діяльності.

Далі під інвестиційним проектом (ІП) буде розумітися будь-який захід (пропозиція), спрямований на досягнення визначених цілей (економічного чи позаекономічного характеру) і такий, що потребує для своєї реалізації чи витрат використання капіталоутворюючих інвестицій.

За допомогою інвестиційного проекту вирішується важливе завдання щодо з'ясування й обґрунтування технічної можливості й економічної доцільності створення об'єкта підприємницької діяльності обраної цільової спрямованості. Усвідомлене рішення про інвестування в об'єкти підприємницької діяльності може бути прийнято лише на основі ретельно проробленого інвестиційного проекту.

Суспільна значимість (масштаб) проекту визначається впливом результатів його реалізації на хоча б один із ринків (внутрішніх чи зовнішніх): фінансових, продуктів та послуг, праці і т. ін., а також на екологічне і соціальне середовище.

Залежно від значимості (масштабу) проекти поділяються:

- **на глобальні**, реалізація яких істотно впливає на економічну, соціальну чи екологічну ситуацію у світі;

- **народногосподарські**, реалізація яких істотно впливає на економічну, соціальну чи екологічну ситуацію в країні; при їхньому оцінюванні можна обмежитися обліком тільки перелічених факторів;

- **великомасштабні**, реалізація яких істотно впливає на економічну, соціальну чи екологічну ситуацію в окремих регіонах чи галузях країни, при їх оцінюванні можна не враховувати вплив даних проектів на ситуацію в інших регіонах чи галузях народного господарства;

- **локальні**, реалізація яких не чинить істотного впливу на економічну, соціальну й екологічну ситуацію в регіоні і не змінює рівень і структуру цін на товарних ринках.

У часі інвестиційний проект охоплює період від моменту зародження ідеї про створення розвитку виробництва, його перетворення до завершення життєвого циклу створюваного об'єкта. Цей період включає 3 фази: передінвестиційну, інвестиційну й експлуатаційну (рис. 6.1).

Якщо проект розробляється стосовно діючого підприємства в аспекті реалізації інвестиційного рішення, передбаченого стратегією розвитку підприємства, то першим етапом передінвестиційної фази варто вважати виявлення можливостей інвестування.

Підготовка інвестиційного проекту найчастіше проводиться за двоетапним циклом (чи в два етапи): на першій стадії розробляється попереднє техніко-економічне обґрунтування проекту, а на другій — остаточне (у багатьох літературних джерелах з інвестування та інвестиційного менеджменту їх так і називають: попереднє ТЕО й остаточне ТЕО).

На *передінвестиційній фазі*, як правило, проводяться необхідні для розробки і реалізації проекту дослідження, пов'язані з конструюванням наміченої до виробництва продукції, технологією її виготовлення і т. ін.

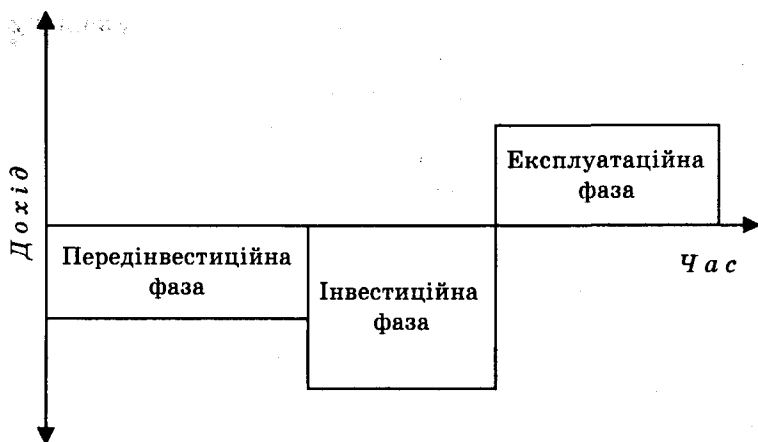


Рис. 6.1. Життєвий цикл інвестиційного проекту

За концептуальним змістом перша і друга стадії ТЕО близькі. Відмінність полягає в глибині опрацювання проекту, наступному уточненні вихідної техніко-економічної інформації, інформації про можливі обсяги реалізації, вартості кредиту і подібних зведень, що у кінцевому рахунку позначаються на показниках ефективності проекту. Стадійність (за видами проходження конкретних стадій опрацювання інвестиційних проектів) в опрацюванні проекту дає можливість впевненіше приймати рішення про інвестування чи, навпаки, про припинення подальшої роботи над проектом, якщо показники його економічної ефективності і фінансової стійкості виявляються неприйнятними для інвестора. Необхідно зазначити, що сторонні інвестори (комерційні банки, інвестиційні фонди) висувають тверді вимоги до вірогідності і надійності інформації, на базі якої розробляється ТЕО проекту. За деякими даними, комерційні банки виявляють зацікавленість і відбирають для наступної роботи з позичальниками 10—15 % проектів із числа усіх проектів, що надійшли до них.

Виконання необхідних робіт на передінвестиційній фазі вимагає значних витрат, при цьому спостерігається тенденція до їх зростання. Витрати на проектування у складі продукції будівельного комплексу становлять за рубежом 4—6 %, а в Японії навіть 8—10 %. На передінвестиційній фазі якість інвестиційно-

го проекту має більшу важливість, ніж фактор часу, у зв'язку з тим, що від якості проекту залежить рівень конкурентоспроможності виробництва, а також скорочення ризику відхилення фактичних економічних показників від передбачуваних у проекті. В останні роки спостерігається тенденція до зростання витрат на передінвестиційній фазі.

Найчастіше ТЕО проекту помилково ототожнюють із бізнес-планом. *Бізнес-план інвестиційного проекту* є не що інше, як концентроване вираження його ТЕО. Він призначений для зовнішнього оточення — потенційних інвесторів. Із цієї причини бізнес-план є суворо структурований, вимоги до нього формалізовані, а головне — він обмежений у своєму обсязі.

Друга фаза розробки інвестиційного проекту — *інвестиційна*. Вона продемонстрована на рис. 6.2.

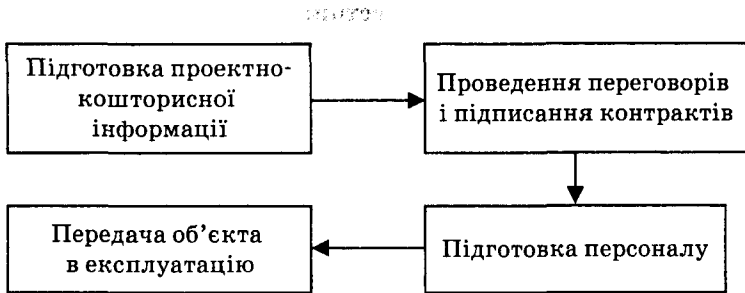


Рис. 6.2. Етапи інвестиційної фази

На цьому етапі здійснюється процес формування виробничих активів. Особливість цієї фази полягає в тому, що витрати тут мають необоротний характер, а оскільки проект є ще не довершеним, він поки не приносить доходів.

Основними її етапами є будівельні роботи, роботи з монтажу, налагодження і пуску устаткування. Цьому етапу передують проведення переговорів щодо постачання устаткування, виконання підрядних будівельно-монтажних робіт, придбання ліцензій, патентів. На цій стадії зважаються питання, пов'язані із залученням інвестицій: кредитами, емісією акцій, набором і підготовкою персоналу.

Специфіка інвестиційної фази на відміну від передінвестиційної полягає в тому, що встановлені часові рамки створення

об'єкта підприємницької діяльності та розміри витрат, які передбачені кошторисом і повинні неухильно виконуватися. Перевищення цих параметрів зашкоджує дуже серйозними негативними наслідками, а можливо, і банкрутством. Не менш важливе значення має моніторинг усіх факторів і обставин, що впливають на тривалість будівництва, на його витрати, для того щоб вчасно вживати заходів щодо подолання негативних явищ, що виникають.

Третя фаза інвестиційного проекту — *експлуатаційна*. Проблеми, що виникають в експлуатаційній фазі, необхідно розглядати в короткостроковій, середньостроковій і довгостроковій перспективах. Під *короткостроковою перспективою* розуміється початковий етап виробництва, при якому можуть виникнути проблеми з освоєнням виробничої потужності і проектних техніко-економічних показників — собівартості, продуктивності праці, якості продукції і т. ін.

Середньострокова і довгострокова перспективи пов'язані з усіма наступними періодами використання об'єкта.

Перспективи важливі з позиції їхнього обліку при оцінюванні надходжень від продажу, витрат виробництва, податків і різного роду відрахувань у позабюджетні фонди, при оцінюванні ліквідаційної вартості постійних активів. Загальна тривалість експлуатаційної фази впливає на показники економічної ефективності проекту: чим далі в часі буде віднесена експлуатаційна фаза, тим більше буде розмір чистого доходу. Цей період не може встановлюватися довільно, тому що існують економічно доцільні межі використання елементів основного капіталу, що диктуються, головним чином, їх моральним старінням.

Тривалість експлуатаційної фази встановлюється в ході проектування. Як правило її приймають на рівні нормативного терміну служби технологічного устаткування, у ряді випадків — залежно від темпів відновлення продукції, якщо останнє викликає необхідність в істотному технічному переозброєнні.

6.2. ТЕХНІКО-ЕКОНОМІЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ ПРОЕКТУ

Вкладенню капіталу передуює підготовка — *техніко-економічне обґрунтування (ТЕО)* інвестиційного проекту. В інвестиційному процесі цьому етапу відводиться значне місце, адже чим більше вірогідної та грамотно оформленої інформації про підприємство (проект) одержить інвестор, тим менше на нього чекає ймовірність ризику на етапі реалізації інвестиційного проекту.

Крім того, до початку інвестування потрібен досить тривалий період переговорів, експертиз, узгоджень, перевірок та переперевірок, предметом яких є ТЕО й які здійснюються майже всіма суб'єктами інвестиційної діяльності.

Оскільки головними формами інвестування є фінансові і реальні інвестиційні проекти, то насамперед останні потребують розробки ТЕО.

Розробка ТЕО інвестиційного проекту насамперед має враховувати:

- 1) інвестування виробничих фондів з тривалими строками амортизації;
- 2) вкладення у товарно-матеріальні запаси та інші оборотні активи з метою розширення виробництва;
- 3) сумарні вкладення у виробничі фонди, включаючи придбання або оренду земельної ділянки.

ТЕО потребує ретельного вивчення всіх можливих альтернативних напрямів вкладання коштів для інвестування.

Схема розробки ТЕО інвестиційного проекту має таку послідовність:

- визначають *загальні дані*, де окремо виділяють *основні параметри проекту* (мета, тип та вид проекту; загальний обсяг інвестицій; підтримка органів влади; номенклатура продукції; строки здійснення (життєвий цикл);
- *ринок збуту* (перелік споживачів);
- *відомості про учасників* (інвестори, компаньйони; замовники, керуючий проектом; фірма-дивелопер; інжинірингово-

консалтингова фірма; аудитори; проектанти; землевласники; процес пусконаладження; підрядники, субпідрядники).

Потім *проводиться оцінювання ринків*, де враховуються: визначення *мотивації вибору товару* (характеристика внутрішнього і зовнішнього ринків виробництва; основні споживачі, їх районування; місткість ринків; річні обсяги продажу; динаміка розвитку, наявність оферт; вільні ціни; прогноз продажу (постачань)) та рівень розвитку маркетингу (наявність кадрів (торгових та рекламних агентів)) на передбачуваних ринках; інформаційне забезпечення кадрів маркетингу; наявність (можливість створення) рекламних агентств).

За цим етапом слідує проведення *технічного інжинірингу проекту та економічне обґрунтування проекту*.

Метою розробки інвестиційного проекту є з'ясування технічної можливості й економічної необхідності запровадження в життя конкретних способів вирішення виробничих завдань.

Тільки на такій основі може бути отримана необхідна інформація для ухвалення рішення про інвестування. Узагальнення світового досвіду інвестиційного проектування дало змогу розробити такі *напрями техніко-економічного обґрунтування (ТЕО)*.

1. Передумови й історія проекту (мета проекту, його орієнтація, відповідність стратегії розвитку підприємства, пільги щодо оподатковування, вартість уже проведених передінвестиційних досліджень, економічне оточення).

2. Аналіз ринку і концепція маркетингу (можливості збуту, конкурентне середовище, перспективна програма продажу і номенклатура продукції, цінова політика).

Якщо спрямованість проекту пов'язана з технічним переозброєнням діючого виробництва, то маркетингові розробки можуть не проводитися. На перший план тут виходять проблеми дослідження організаційно-технічного рівня конкретних виробничих ділянок, цехів. Водночас було б неправильно ігнорувати зв'язок такого проекту зі становищем підприємства на ринку. Технічне переозброєння найчастіше пов'язане зі зміною рівня

поточних витрат, якості продукції, тому можливі зміни обсягу продажу на конкретному ринку.

3. Місце розміщення з урахуванням технологічних, кліматичних, соціальних, екологічних та інших факторів (радіус збуту продукції, розміщення постачальників сировини і матеріалів, привабливість регіону для інвесторів з позиції розвитку інфраструктури, наявність трудових ресурсів і т. ін.).

4. Проектно-конструкторська частина (визначення виробничої потужності, вибір технології, специфікація устаткування, обсяги будівництва, конструкторська документація, норми витрати сировини, матеріалів, енергоресурсів, трудомісткість і норми обслуговування, графік амортизації устаткування залежно від обраного методу розрахунку і т. ін.)

5. Матеріальні ресурси (потреба, що існує і потенційне становище з постачанням сировини, допоміжних матеріалів та енергоносіїв).

6. Організація і накладні витрати (організаційна схема керування, передбачувані накладні витрати).

7. Трудові ресурси (потреба, умови оплати, необхідність навчання).

8. Графік здійснення проекту (строки будівництва, монтажу і пусконаладжувальних робіт).

9. Економічна і фінансова оцінка проекту (повні інвестиційні витрати, джерела фінансування, показники економічної ефективності і фінансової стійкості проекту).

Усі вищевказані напрями (чи частини) ТЕО тісно пов'язані між собою, взаємообумовлені в розрахунковому плані (показники одного розділу є розрахунковою основою для формування відповідних показників в інших розділах ТЕО інвестиційного проекту). У кінцевому підсумку всі проведені за визначеною методикою дослідження і розрахунки *акумулюються в завершальній частині ТЕО*. Вона має ключове значення для ухвалення рішення щодо інвестиційної привабливості проекту і добору проектів для фінансування. Чим вища якість окремих частин ТЕО, тим легша робота з оцінювання проекту, більш надійні отримані результати.

За аналогічними напрямками звичайно розробляються й інші *стадії передінвестиційних досліджень* (якщо в їхній розробці виникає необхідність), *інвестиційні пропозиції щодо створен-*

ня об'єктів підприємницької діяльності, а також попереднє техніко-економічне обґрунтування (ПТЕО).

Відмінність полягає, по-перше, в якості і повноті використуваних вихідних даних і, по-друге, у методах оцінювання економічної ефективності. Це зрозуміло, оскільки саме відмінність може позначатися на ступені вірогідності отриманих результатів щодо доцільності (чи недоцільності) інвестування засобів у розглянутий проект.

Таким чином, розробка кожного розділу (напрямую) ТЕО пов'язана з підготовкою за визначеною методикою різноманітної і специфічної інформації (збір, розрахунки, перетворення, узагальнення, аналіз), що у кінцевому підсумку слугує підставою для підготовки завершального розділу ТЕО.

6.3. РОЗРОБКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПЛАНУ. ОЦІНКА ВИТРАТ

Будь-який інвестиційний проект проходить *5 стадій життєвого циклу*:

1) *народження проекту*: передпроектні дослідження, проектування й освоєння інвестицій. Стадія характеризується великими витратами власних коштів, можливо залучених і позичкових. Проект на цій стадії зазнає різноманітних ризиків. Прибуток відсутній;

2) *"юність"*: початок експлуатації проекту. На цій стадії інвестор має велику потребу в банківських позичках або венчурному капіталі. Як правило на цій стадії дивіденди інвестором не виплачуються, якщо і є прибуток, то він реінвестується. Починають діяти ризики, пов'язані з конкуренцією ринку;

3) *швидке зростання ("підліткова фаза")*: підприємство починає диктувати свої ціни на продукцію, але конкуренція зростає. Рівень продажу зростає і значно перевищує витрати виробництва. Характерний високий рівень прибутку, але потрібні великі витрати на маркетинг, велика потреба в додаткових інвестиціях. Компанія може проводити додаткову емісію акцій, але дивіденди виплачує невеликі;

4) *“зрілість”*: стабільне функціонування підприємства. На цій стадії компанія погашає свої борги. Високий рівень конкуренції не дає змоги диктувати ціни, але низькі витрати дозволяють отримати середні по галузі доходи. Це вже добре відома компанія з гарною репутацією. У неї добре диверсифікований великий інвестиційний портфель, виплачуються солідні дивіденди, однак немає потреби у великих інвестиціях.

На цій стадії компанія повинна розробити стратегію запобігання спаду. Це, як правило, потребує значного підвищення інвестиційної активності;

5) *спад, або друге народження*. На цій стадії продукція підприємства перестає користуватись попитом. Дуже висока конкуренція. Акції компанії перестають користуватись попитом. Стратегія другого народження передбачає різноманітні шляхи: якщо розширення виробництва, то з орієнтацією на інші країни; купівля інших компаній галузі (вертикальне і горизонтальне злиття), купівля компаній інших галузей, інвестування нових проєктів тощо.

Для проведення експертизи інвестиційних проєктів необхідна розробка бізнес-плану, який розробляють залучені банком спеціалісти з основних аспектів інвестиційного проєкту.

Таким чином, *бізнес-план інвестиційного проєкту* — це стандартний для більшості країн з ринковою економікою документ, в якому детально обґрунтовується концепція призначеного для реалізації реального інвестиційного проєкту та наводяться його основні характеристики. Як правило, банки залучають спеціаліста з промислової економіки, який частіше за все стає керівником спеціалізованої комісії; спеціаліста з аналізу ринку; спеціаліста з технології виробництва; спеціаліста з обладнання та ін. Дуже важлива роль відводиться й самому інвестору.

Більш детально розглянемо саму *структуру розробки та представлення бізнес-плану інвестиційного проєкту*, яка включає:

- 1) коротку характеристику інвестиційного проєкту;
- 2) характеристику галузі, в якій реалізується проєкт;
- 3) характеристику продукту чи послуги;
- 4) розміщення об'єкта;
- 5) аналіз ринку;
- 6) запланований обсяг та структуру виробництва продукції;

- 7) забезпеченість випуску продукції основними ресурсами;
- 8) стратегію маркетингу;
- 9) управління реалізацією інвестиційного проекту (план дій);
- 10) оцінку ризику та форми страхування;
- 11) фінансовий план;
- 12) стратегію фінансування інвестиційного проекту.

Більш детально розглянемо зміст інвестиційного плану та його види витрат. Отже, *план інвестиційного проекту, або інвестиційний план* — це розділ фінансового плану, який містить оцінку інвестиційних витрат проекту в цілому за вкладками інвесторів, у розрізі потоків коштів за часом, за джерелами фінансування.

Інвестиційні витрати плану інвестиційного проекту поділяються на групи, а саме: капітальні витрати та інвестиційні поточні витрати (K_1 та K_2).

K_1 включають:

1) *передінвестиційні дослідження* — витрати, пов'язані з підготовкою інвестиційного проекту, розробкою, включаючи бізнес-план + витрати, пов'язані з придбанням патентів і товарних знаків;

2) *оренду земельних ділянок* — сума орендної плати за період впровадження проекту;

3) *освоєння земельних ділянок* — підготовка земельних ділянок до будівництва або витрати на придбання земельних ділянок;

4) *будівлі, споруди* — це вартість будівель, які належать інвестору або право користування ними як інвестиційний внесок;

5) *інфраструктуру* — це витрати на прокладання інженерних комунікацій, шляхів водо- й енергопостачання та інших елементів виробничої інфраструктури або вартість прав користування ними як інвестиційний внесок;

6) *технологію* — це вартість технологічної документації, ліцензій, патентів або вартість прав користування ними;

7) *будівельно-монтажні роботи*;

8) *обладнання*;

9) *пуско-налагоджувальні роботи*.

K_2 включають:

1) *підготовку кадрів* — це витрати на підготовку, перепідготовку та підвищення кваліфікації кадрів, пов'язані з реаліза-

цією проекту, які не відносяться на собівартість продукції, що буде вироблятися;

2) *накладні витрати* — маркетингові й організаційні витрати за проектом (підготовка і реєстрація засновницьких документів, заключення договорів на поставку обладнання, сировини, будівництво, монтаж, збут і витрати на рекламу);

3) *обігові кошти* — це витрати на закупівлю пускової партії сировини і матеріалу для виробництва і виробничої інфраструктури; витрати на утримання штату підприємства на період будівництва та експлуатаційних випробувань.

Індекс дохідності інвестиційного проекту. Індекс дохідності інвестиційного проекту розраховується за формулою

$$ID = GP : IB, \quad (6.1)$$

де ID — індекс дохідності за інвестиційним проектом;

GP — сума грошового потоку в дійсній вартості;

IB — інвестиційні витрати.

Якщо значення індексу дохідності менше або дорівнює 1, проект має бути відсунутий, оскільки він не принесе додаткового доходу інвестору. Іншими словами, до реалізації можуть бути прийняті інвестиційні проекти лише зі значенням показника індекса дохідності вище 1,6.

Період окупності інвестиційного проекту розраховується за формулою

$$PO = IB : GP_{\text{сеп}}, \quad (6.2)$$

де PO — період окупності вкладених коштів за інвестиційним проектом;

IB — сума інвестиційних коштів, що спрямовуються на реалізацію інвестиційного проекту (інвестиційні витрати);

$GP_{\text{сеп}}$ — середня сума грошових потоків в теперішній вартості в періоді (при короткострокових вкладеннях береться 1 місяць, при довгострокових — 1 рік).

Характеризуючи цей показник слід зазначити, що він може використовуватись для оцінювання не лише ефективності інвестицій, але і рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних з ліквідністю (як відомо, чим довший період реалізації проекту до повної його окупності, тим вищий рівень інвестиційних ризиків). Недоліком цього показника є те, що він не враховує ті гро-

шові потоки, які формуються після періоду окупності інвестицій.

Так, за інвестиційними проектами із довгостроковим періодом експлуатації після їх окупності може бути отримана набагато більша сума чистого приведенного доходу, ніж за інвестиційними проектами з коротким строком експлуатації.

Ідея будь-якого вкладення капіталу має обґрунтовуватися *розрахунками того, як майбутні доходи покрийть поточні витрати*. Тут використовується цілий ряд методів, найвідоміші з яких можна розподілити на такі *групи*:

1) методи оцінювання ефективності інвестицій за допомогою співвідношення грошових надходжень із витратами. Ці методи на сьогодні є традиційними;

2) методи оцінювання ефективності інвестицій за бухгалтерською звітністю;

3) методи оцінювання ефективності інвестицій, що ґрунтуються на теорії часової вартості грошей.

Розрізняють *три види оцінювання ефективності інвестицій*: фінансову, бюджетну та економічну.

Фінансова оцінка передбачає фінансові результати реалізації проекту для його безпосередніх учасників. Ця оцінка базується на очікуваній нормі дохідності, яка влаштовує всіх суб'єктів інвестування. При цьому інші наслідки впровадження проекту не враховуються.

Бюджетна оцінка ефективності відображає фінансові наслідки для різних рівнів бюджетів, тобто очікувані співвідношення видатків, податків та зборів. Показником бюджетної ефективності є різниця між податками та видатками певного рівня бюджету, рівень яких залежить від впровадження конкретного проекту.

Економічна ефективність інвестиційного проекту — це різниця між результатами і витратами за межами фінансової ефективності прямих учасників проекту. Економічна оцінка характеризує ефективність проекту для народного господарства або галузі, групи підприємств, регіону тощо.

6.4. ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

Методи оцінювання ефективності інвестиційних проектів можна розподілити на три групи.

1. Спрощений метод. Цей метод дає змогу швидко зробити необхідні розрахунки ефективності інвестицій, але вони мають істотне відхилення від реальної ефективності, тому їх можна застосовувати лише для дуже простих ситуацій інвестування з невеликим строком життя проекту й обсягами інвестування. Цей метод може застосовуватися для оцінювання інвестиційної діяльності компанії за рік, але чим довшим є строк реалізації проекту, тим більші відхилення в розрахунках від реальної ефективності.

2. Методи дисконтування. Це стандартні методи визначення ефективності інвестицій на основі розрахунків чистої поточної вартості (NPV), внутрішньої рентабельності проекту (IRR) та строку окупності. Ці методи широко застосовуються компаніями, банками, експертами. Однак вони, як це буде показано нижче, ведуть до неправильних рішень, дезорієнтують інвесторів, що і є однією з головних причин деформацій інвестиційної діяльності на світових ринках, низьких темпів інвестування виробництв і великих довгострокових проектів. Ці методи також є однією з основних причин раптових банкрутств компаній, чие ринкове становище протягом багатьох років вважалося надійним.

3. Методи прямих розрахунків реальної ефективності інвестицій. Ці методи ґрунтуються на відмові від основних вихідних положень методології дисконтування і дають змогу оцінити реальну ефективність інвестицій. Вони ґрунтуються на підході з позицій прямого, а не умовного розрахунку. Вони усувають ключове протиріччя, типове для компаній, що розвиваються, і країн, коли інвестиції в середньострокові і довгострокові проекти за методикою дисконтування оцінюються як не вигідні.

Розглянемо сутність цих методів.

Спрощений розрахунок ефективності інвестицій. Найпростіший спосіб розрахунку ефективності інвестицій містить визначення прибутків від інвестиційного проекту (чи будь-якого способу інвестування) і їхнє підсумовування за весь період існування проекту і визначення трьох основних показників:

1. *Загальний прибуток від проекту:*

$$\Pi \sum_{t=1}^T \Pi_t, \quad (6.3)$$

де Π_t — прибуток у році t ;

T — загальна кількість років, прийнятих у розрахунок.

2. *Прибутковість інвестицій визначається як:*

$$D = \frac{\Pi}{I}, \quad (6.4)$$

де I — загальна сума інвестицій у проект.

3. *Строк окупності інвестицій:*

$$T = \frac{I}{\Pi_t}, \quad (6.5)$$

якщо прибуток від проекту незначно змінюється за роками.

Ці три показники визначаються на основі даних бухгалтерського обліку і прогнозів прибутків від проекту.

При проведенні цих розрахунків для інвестора однаковою мірою важливий прибуток, принесений сьогодні, у наступному році і за всіма роками проекту. Дисконтування, в даному випадку як метод обліку змін, для інвестора в часі цінності прибутку не має. Незважаючи на те, що цей метод призводить до далекого від реальної ефективності результату, вітчизняні керівники і власники підприємств використовують його найчастіше.

Методи розрахунку ефективності інвестицій на основі дисконтування, чистої поточної вартості і внутрішньої рентабельності проекту. *Дисконтування* означає приведення доходів і витрат майбутніх періодів до року початку реалізації проекту. Дисконтування вводиться для обліку різної цінності для інвестора доходів і витрат різних років. Вихідний пункт цієї концепції в тому, що чим раніше інвестор одержує гроші від проекту, тим більшу цінність вони для нього представляють.

У загальному випадку поточна (дійсна чи приведена) вартість суми засобів, одержуваних у майбутньому періоді в році t , на початку проекту оцінюється в розмірі

$$N_{dis} = \frac{N_t}{(1 + \alpha')^t}, \quad (6.6)$$

де N_t — оцінювана (що приводиться до дійсного часу) сума майбутнього періоду, в році;

t — кількість років, що відокремлює майбутній період від сьогодення;

N_{dis} — оцінка цінності майбутніх надходжень, приведених до початку періоду;

α' — ставка дисконту, що враховує зміну вартості фінансових засобів у часі; якщо вона виражається у відсотках, то у формулі дисконт варто враховувати як $\alpha' : 100$.

Сутність ставки дисконту полягає в тому, що вона відображає у відсотковому вигляді можливі доходи від інвестування фінансових засобів чи інвестора компанії в інші напрями, використовуючи інші можливості інвестування. Вона також відображає граничну вартість привабливаного капіталу. Її економічний зміст полягає в обліку альтернативних можливостей розміщення капіталу, тобто який відсоток можна було б одержати при розміщенні в інші альтернативні проекти. Відповідно до теоретичних припущень, ставка дисконту повинна орієнтувати розроблювачів на облік найбільш вигідних альтернативних можливостей розміщення капіталу і на максимально можливе значення дисконтованого доходу.

Кожна компанія чи інвестор самостійно встановлюють розміри ставок дисконтування з огляду на всі можливості розміщення своїх фінансових засобів. Ставка дисконту неоднозначна, змінюється залежно від ситуації на фінансових ринках. Як орієнтир, можна вибрати середню відсоткову ставку доходів за найбільш надійними цінними паперами (наприклад, державними облігаціями) чи банківську відсоткову ставку на депозит. Як дисконт можна прийняти і ставку доходу на засоби, розташовувані у високонадійних портфелях цінних паперів (пакети акцій і облігацій різних банків і компаній, що мають високий рейтинг надійності), за якими очікуються стабільні доходи. Іноді як ставку дисконту беруть величину ставки позичкового відсотка на ринку капіталів, тобто порівнюють інвестиційний проект з варіантом надання позичок на ринку капіталів.

Багатьом менеджерам і директорам буває важко спочатку зрозуміти й освоїти цю методологію. Але досить пам'ятати, що

чим довше в часі утримуються заплановані від проекту очікувані гроші, чим довше чекати на них, і тим, за методикою дисконтування, менша їхня цінність для інвестора.

Для оцінки суми майбутніх грошових надходжень від проекту, приведеної до дійсного часу (початку проекту), потрібно розподілити її на величину $(1 + \alpha)^t$.

Чим більше t — число років, через які надійдуть гроші, чим більше α' , тим менша цінність майбутніх надходжень для інвестора в даний час.

Облік інфляції і ризику ще більше знижує цінність майбутніх надходжень, коефіцієнт дисконту й тим більший, чим вищий є рівень інфляції та інвестиційний ризик.

Зі збільшенням коефіцієнта дисконту цінність майбутніх грошових надходжень N_{dis} від проекту, приведена до моменту здійснення розрахунків, зменшиться. Облік ризику й інфляції може значно знизити цінність майбутніх грошових надходжень від проекту.

Критерій “Чиста поточна вартість (чиста приведена прибутковість) проекту (Net Present Value)”. Цей критерій проектів є основою для розрахунку всіх інших показників ефективності проекту (IRR, індекс прибутковості), він скорочено позначається NPV . Його сутність полягає в розрахунку дисконтованої (приведеної до початкового періоду) суми всіх чистих грошових потоків (Net Cash Flow) за роками реалізації проекту. Чистий грошовий потік за кожним роком становить різницю між припливом коштів за проектом та їхнім відпливом:

$$ND_t - NZ_t = NCF_t. \quad (6.7)$$

Чистий грошовий потік рекомендується розраховувати за винятком планованих виплат податків і без обліку амортизації.

Дисконтування проводиться за допомогою коефіцієнта

$\frac{1}{(1 + \alpha)^t}$. Спрощуючи суть NPV , його визначають як загальний чистий дохід від проекту за весь період його існування, свого роду аналог чистого прибутку проекту за весь період його існування. Це сума дисконтованих за роками чистих грошових надходжень (в основному доходів від проекту) за винятком усіх грошових відпливів — витрат, виплат податків. Залежність NPV від ставки дисконту графічно зображено на рис. 6.3.

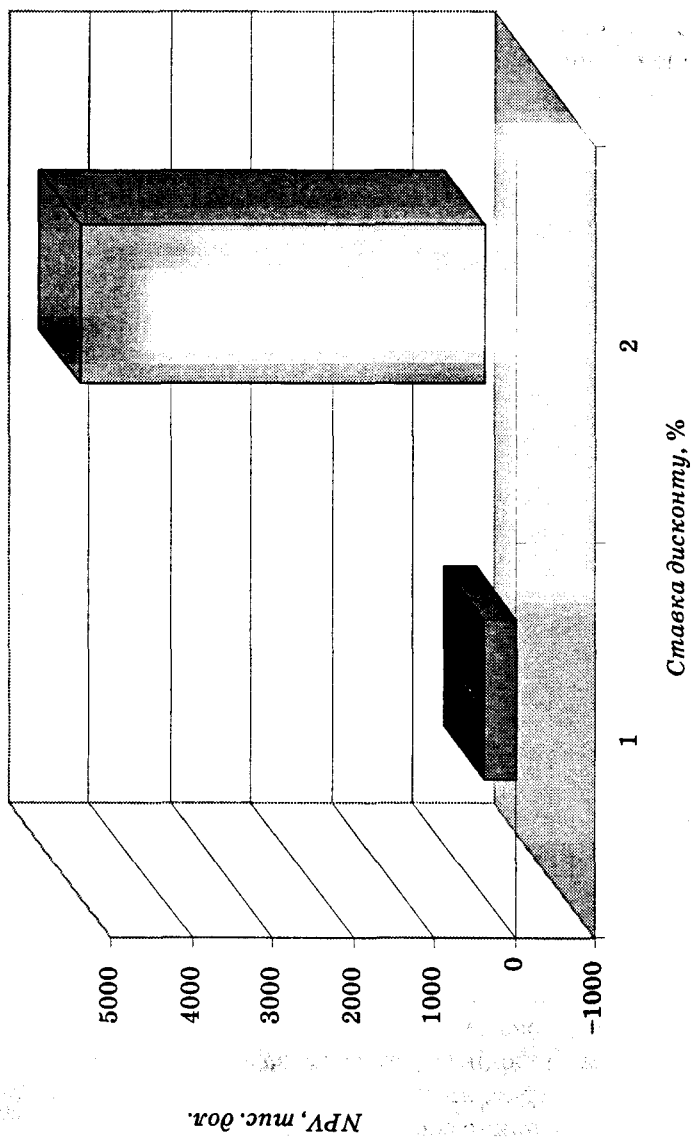


Рис. 6.3. Залежність NPV від ставки дисконту

Якщо всі інвестиції здійснюються на початку реалізації проекту і відомий загальний коефіцієнт дисконту, то NPV розраховується за формулою

$$\begin{aligned} NPV &= -I_0 + \sum_{t=1}^T \frac{1}{(1+\alpha_r)^t} [ND_t - NZ_t] = \\ &= -I_0 + \frac{ND_1 - NZ_1}{(1+\alpha_r)} + \dots + \frac{ND_t - NZ_t}{(1+\alpha_r)^t}, \end{aligned} \quad (6.8)$$

де NPV — чиста поточна вартість (цінність) чи інтегральний економічний ефект проекту, приведений (дисконтований) до моменту здійснення розрахунків за увесь час життя проекту;

I_0 — загальні інвестиції (капіталовкладення) у проект;

ND_t — чистий приплив коштів від реалізації проекту в році t у цінах початкового року;

NZ_t — чистий відплив коштів на реалізацію проекту в році t у цінах початкового року;

α' — реальний коефіцієнт дисконтування, безрозмірна величина, якщо він виражений у відсотках, то у формулу необхідно вводити $\alpha' : 100$;

T — термін життя проекту (роки).

Сутність розрахунків NPV полягає в тому, що це визначення можливостей приведеної (дисконтованої) суми чистих грошових потоків проекту перевищити дисконтовану суму всіх інвестицій і забезпечити достатню прибутковість інвестору за всіма роками його реалізації.

Позитивне значення NPV є обов'язковою умовою ухвалення рішення інвестором про інвестування в проект. Негативне значення цього критерію є підставою для відмови від фінансування проекту.

Критерій “Внутрішня норма рентабельності (Internal Rate of Return)”. Другим основним елементом методики дисконтування в аналізі економічної ефективності проектів є критерій “Внутрішня норма рентабельності чи внутрішня норма прибутку” (Internal Rate of Return, скорочено IRR). Він використовується для визначення такого коефіцієнта дисконту як $\alpha' = IRR$, при якому NPV зводиться до значення “нуль”.

З наведеного вище прикладу помітно, що зростання коефіцієнта дисконту при незмінних грошових потоках NPV зменшується і, починаючи з деякого значення коефіцієнта дискон-

ту, зводиться до значення 0, а при подальшому його збільшенні стає від'ємною величиною. Таким чином, існує певне граничне значення ставки дисконту, що відокремлює збиткові проекти від прибуткових, що характеризує беззбитковість проекту.

Залежність NPV від ставки дисконту простежується таким чином: 1 — NPV при ставці дисконту 8 %; 2 — NPV при ставці дисконту 5 %. При значенні коефіцієнта дисконту, рівному IRR, усі дисконтовані грошові припливи (доходи) від проекту покривають дисконтовані грошові відпливи (витрати) з нульовим прибутком. Критерій IRR у методиці дисконтування вважається одним із найважливіших у прийнятті інвестором рішення.

Кожна компанія встановлює власні значення внутрішньої норми прибутковості $IRR = \alpha'$. Якщо розрахунки ефективності інвестицій показують, що $IRR > \alpha'$ (тобто IRR перевищує прийняту в компанії норму реальної ставки дисконту), то проект вважається ефективним, і навпаки, якщо $IRR < \alpha'$, то проект вважається збитковим, і інвестиції в нього вкладати нецільно.

При аналізі декількох варіантів інвестицій методика дисконтування пропонує вважати, що чим більше IRR, тим ефективніше інвестиційний проект.

Вважається, що критерій IRR характеризує рівень надійності проекту. Чим він вищий, тим проект надійніший.

IRR розраховується на основі розв'язку рівняння щодо коефіцієнта дисконту α . Але якщо при розрахунку NPV цей коефіцієнт становив відому фіксовану величину, то $IRR = \alpha$.

IRR знаходять, розв'язуючи рівняння відносно α

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=0}^T \frac{1}{(1+\alpha)^t} [ND_t - NZ_t] = 0. \quad (6.9)$$

Задовольняюче цьому рівнянню $IRR = i$ є шуканою внутрішньою нормою рентабельності.

Однак дуже часто рівняння (6.9) може не мати свого розв'язку й IRR взагалі не визначається. Це може бути в цілому за проектом чи на його початковому періоді. IRR також характеризують раптові різкі зміни за періодами того самого проекту, що важко економічно пояснити. При використанні методу IRR та-

кож виникають випадки, коли визначається не одне, а ряд значень IRR, для яких $NPV = 0$.

Наприклад, коли в окремі періоди мають місце негативні потоки коштів, тобто потік доходів у ці роки є меншим за відплив коштів. Наступною проблемою в застосуванні показника IRR є відносність цього показника, тому що він вимірює ефективність, але не сам ефект, що не дає можливості провести порівняння конкуруючих проектів і їхнє ранжирування з урахуванням їх масштабу, абсолютного економічного ефекту, часу реалізації. Незважаючи на це, IRR належить до числа критеріїв, найбільш широко застосовуваних компаніями. Часто його використовують як пріоритетний відносно всіх інших критеріїв.

Критерій “Розрахунок періоду окупності (Payback Method)”, і метод “Вигоди-Витрати (Benefit-Cost Ratio)”. Період (чи строк) окупності інвестиційного проекту показує, коли інвестиційні витрати будуть цілком покриті надходженнями (припливами) коштів і інвестор почне одержувати прибуток від проекту в цілому.

Методи розрахунку строку окупності включають.

1. Розрахунок без урахування обліку дисконтування.

Цей метод можна застосувати в таких ситуаціях:

а) коли інвестиції вводяться за один раз (однократно) на початку проекту; чистий грошовий потік ($D-Z$) за роками практично не змінюється, коефіцієнт дисконту малий (ситуація на ринку капіталів, інфляція і ризик у сумі не перевищують 3—4%), не потребує високої точності розрахунків;

б) коли терміново потрібно зробити орієнтований розрахунок окупності проекту, і коли вплив фактора дисконтування, за попередніми оцінками, невеликий.

У цьому випадку розрахунок проводиться за формулою

$$PB = \frac{I}{D - Z}, \quad (6.10)$$

де PB — період окупності, роки;

I — інвестиції в проект;

$D - Z$ — чистий прибуток від проекту, одержуваний щорічно.

2. Розрахунок періоду окупності (PB) з урахуванням дисконтування. У методиці дисконтування це основний метод визначення періоду окупності. Під ним розуміється момент часу (рік), у якому дисконтовані витрати стають рівними дисконтованим доходам і у інвесторів з'являється чистий прибуток. Але

і з цим критерієм є певні проблеми. Грошові потоки доходів і витрат, у тому числі інвестицій за роками, можуть бути нерівномірними.

Найбільш просто визначити РВ графічно, побудувавши графік зміни NPV у часі. Крапка перетинання NPV із віссю часу і буде, відповідно до методики дисконтування, строком окупності (РВ).

Як правило, для простоти періодом окупності рекомендується вважати першу крапку, у якій $NPV = 0$, однак у цьому випадку необхідно пам'ятати, що можна випустити з уваги реальні труднощі фінансування проекту в наступні періоди, коли NPV може різко впасти і компанія не зможе подолати фінансових труднощів. Тому менеджер повинен робити розрахунок і аналіз усіх періодів спаду і підйому NPV, приділяючи особливу увагу періодам різкого падіння NPV.

Метод "Вигоди-Витрати (Benefit-Cost Ratio)". Цей метод оцінює ступінь прибутковості проекту шляхом зіставлення дисконтованих потоків доходів з дисконтованими потоками витрат:

$$PR = \frac{ND_{dis}}{NZ_{dis}}, \quad (6.11)$$

де PR — показник (індекс прибутковості) інвестиційного проекту;

ND_{dis} — дисконтований чистий грошовий потік доходів;

NZ_{dis} — дисконтований чистий грошовий потік витрат.

Критичним значенням показника вважається $PR = 1$. Якщо для аналізованого проекту розрахунки показують індекс прибутковості $PR < 1$, це значить, що потік витрат перебиває потік доходів і проект є збитковим, інвестувати в нього недоцільно.

Різновидом зазначеного методу є *розрахунок норми прибутку проекту (рентабельності проекту), %*:

$$H = \frac{\sum_{t=0}^T \frac{NP_t}{(1 + \alpha_r)^t}}{\sum_{t=0}^T \frac{I_t}{(1 + \alpha)^t}} 100\%, \quad (6.12)$$

де H — норма прибутку (рентабельність) інвестиційного проекту, що показує кількість одиниць чистого прибутку на одиницю інвестицій;

NP_t — чистий дисконтований прибуток від реалізації інвестиційного проекту в році t ;

I_t — інвестиції в проект у році t .

Вартість власного капіталу розраховується за формулою:

$$B_e = \frac{D_1}{P} + g, \quad (6.13)$$

де B_e — вартість власного капіталу;

P — ринкова ціна однієї акції;

D_1 — дивіденди, обіцяні компанією в перший рік реалізації інвестиційного проекту;

g — прогнозоване щорічне зростання дивідендів.

Цінова модель капітальних активів:

$$C_e = C_{RF} + (C_M - C_{RF}) \cdot \beta, \quad (6.14)$$

де C_{RF} — показник прибутковості (віддачі) для безризикового вкладення капіталу;

C_M — середній по ринку показник прибутковості;

β — фактор ризику.

Модель прибутку на акцію. Вартість власного капіталу:

$$B_e = \frac{\Pi}{P}, \quad (6.15)$$

де Π — величина прибутку на одну акцію;

P — ринкова ціна однієї акції.

Модель премії за ризик:

$$B_e = C_H + RP, \quad (6.16)$$

де C_H — рівень віддачі на вкладення грошей інвесторам у звичайні (номінальні) для них можливості;

RP — премія за ризик.

Модель прибутку за акції за умови їх адаптації до умов самофінансованого державного підприємства:

$$C_e = \frac{\Pi}{S}, \quad (6.17)$$

де Π — річний прибуток підприємства, що залишився в його розпорядженні;

S — сума власних коштів підприємства за його балансом на кінець року.

При розрахунку вартості знову притягнутого капіталу використовується формула в рамках моделі зростання дивідендів:

$$V_e = \frac{D_1}{P(1-F)} + g, \quad (6.18)$$

де F — вартість випуску, що відображає закономірне зниження ринкової вартості акцій, що випускаються знову.

Як правило, інвестор зіштовхується з тим, що проект задовольняє його за одним критерієм і не задовольняє за іншим. Ця проблема дотепер не вирішена. Тому інвестору рекомендується самостійно вибирати свої пріоритети.

Такі основні розрахунки ефективності інвестиційних проєктів, що найбільше поширені сьогодні; методикою дисконтування визначальним чином впливають на прийняття інвестиційних рішень.

6.5. ДИНАМІКА РОЗВИТКУ МІЖНАРОДНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

Наприкінці ХХ ст. міжнародні інвестиційні потоки зростали в десять разів швидше, ніж зростало світове виробництво й торгівля. У 2000 р. залучення іноземних інвестицій досягло рекордної позначки — понад 1,3 трлн доларів США. Частка іноземних інвестицій у світовому ВВП зросла більш ніж утричі і дорівнює (за станом на 01.10.2006 р.) його п'ятій частині. Така динаміка міжнародного інвестування дала поштовх до створення взаємопов'язаної глобальної системи виробництва.

До кінця минулого століття динамічне зростання іноземних інвестицій відбувалося, в основному, шляхом взаємного обміну інвестиціями між розвинутими країнами — на них припадало більше половини залучених інвестицій. Водночас майже на чверть зросло залучення інвестицій у країни Європейського Союзу. Збільшилась частка інвестицій у країни Центральної та Східної Європи (ЦСЄ). Паралельно частка залучених інвестицій у США за 2002 р. скоротилась більш ніж у чотири рази.

Одним із головних напрямів стрімкого зростання міжнародного інвестування є розвиток транснаціональних корпорацій (ТНК), які представляють великий інвестиційний потенціал глобалізації сектору економіки. На ТНК та їхні філії нині припадають десята частина світового ВВП і третина світового експорту.

Таким чином, динаміка розвитку міжнародних інвестиційних процесів значно перевищує загальну динаміку економічного розвитку. Збільшення міжнародних інвестиційних можливостей відбувається під впливом певних рушійних сил, які по-різному діють у різних галузях та країнах, але мають певну системну спрямованість. Основними з них є лібералізація зовнішньої торгівлі й інвестиційної політики, відкриття ринків та економік, швидкий технологічний прогрес та його транснаціональний характер, зростаюча внутрішня конкуренція і вихід підприємств на міжнародні ринки.

Проаналізуємо внутрішнє середовище інвестиційного клімату в Україні з боку західних аналітиків порівняно з показниками ділового бізнес-середовища інших країн.

За аналізом стану ділового клімату в Україні можна відмітити його суттєве погіршення. Про це стверджує негативна інвестиційна динаміка. Прямі іноземні інвестиції в 2005 р. зростали набагато повільніше ніж у 2004 р., а внутрішні капітальні вкладення в реальному вирахованні й зовсім зменшилися. Така інвестиційна тенденція стала однією з причин низхідної економічної динаміки. Так, за даними Мінстату, зростання реального ВВП становить лише 2,8 % (за станом на 01.10.2006 р.).

За даними Інституту Като відомо (табл. 6.1), що за рівнем економічної свободи Україна займає 103 місце серед аналізованих ним 127 країн. Поняття *економічна свобода* базується на чотирьох ознаках, які включають обмін (товарами, послугами, грошима та іншим) на добровільній ринковій основі, з мінімальним втручанням політичних та адміністративних важелів; вільне входження на ринок і чесну конкуренцію; захисту особистості та приватної власності від посягань.

Про низькі результати реформування бізнес-середовища в Україні свідчать і дані спільного дослідження Світового банку та Міжнародної фінансової корпорації (табл. 6.2). Ця наукова робота дає змогу порівняти стан бізнес-середовища в 155 країнах світу за широким набором критеріїв, що включають у тому

Таблиця 6.1. Рівень економічної свободи

№ з/п	Країна	Бал
1	Гонконг	8,7
2	Сінгапур	8,5
3	Нова Зеландія	8,2
	США	8,2
...6	Великобританія	8,1
7	Канада	8,0
...9	Австралія	7,8
	Естонія	7,8
...13	Данія	7,3
...24	Норвегія	7,3
...30	Японія	7,2
...44	Литва	6,8
	Латвія	6,8
...54	Словаччина	6,6
...78	Польща	6,1
...103	Україна	5,5
...115	Росія	5,1
...124	Конго	4,3
...127	М'янма	2,8

Джерело: Інститут Като (2005).

Таблиця 6.2. Показники, що характеризують умови відкриття бізнесу

Показники, що характеризують умови відкриття бізнесу	Січень 2004	Січень 2006
Кількість процедур	15,0	14,0
Час, дні	34,0	40,0
Вартість (% середньорічного доходу на душу населення)	10,6	27,3
Мінімальний капітал (% середньорічного доходу на душу населення)	183,0	450,8

Джерело: Міжнародна фінансова корпорація.

числі умови відкриття та закриття бізнесу, ефективність судів, податки, реєстрацію нерухомості та ін.

В Україні існує найбільша кількість процедур, що необхідні для відкриття бізнесу. Необхідний для цього стартовий капітал порівняно з середнім доходом на душу населення, також є дуже великим. Україна майже світовий рекордсмен за таким показником, як обсяг часу, яке необхідно витратити на підготовку документів та безпосередню сплату податків. При цьому "віддача" від сплачених податків (наприклад, у вигляді гарної інфраструктури або соціального захисту) для українських бізнесменів мінімальна, що є однією з причин зникнення з арени активної підприємницької діяльності на вітчизняному ринку.

Аналіз іноземного інвестування у країнах ЦСЄ свідчить, що основним мотивом входження інвесторів у країни цього регіону є прагнення отримати вихід на їхні ринки, бажання обійти конкурентів, у тому числі вітчизняних. Результатом залучення іноземних інвестицій у країни ЦСЄ є "прямі та непрямі ефекти".

Прямі ефекти характеризуються відмінностями у показниках діяльності підприємств з іноземними інвестиціями та вітчизняних підприємств.

Непрямі, або зовнішні, ефекти безпосередньо стосуються національних підприємств і визначають вплив іноземних інвестицій на їхню діяльність через взаємодію з іноземним сектором, тобто підприємствами, в які залучено капітал. Розрізняють п'ять таких ефектів: передача технологій, ефект надолуження, ефект конкуренції, ланцюговий ефект, що виникає при взаємодії вітчизняних підприємств і підприємств з іноземним капіталом, та ефект навчання.

Зазначені ефекти є дуже важливими для країни-реципієнта. Чим швидше підприємства або окремі галузі країни-реципієнта адаптуються до впровадження нових технологій, тим впевненіше можна розраховувати на те, що на них випаде вибір іноземних інвесторів для реалізації інвестиційних проектів. Це правило дуже швидко підтвердили Польща, Чехія, Угорщина та країни Балтії.

Важливо також зазначити, що у країнах ЦСЄ були широко задіяні мотиваційні механізми залучення іноземних інвестицій, зокрема спеціальні системи стимулювання інвестицій. Наприклад, у Чехії для залучення іноземних інвестицій законодав-

ством було передбачено широку й ефективну систему пільг: звільнення від сплати податків терміном до 10 років, вкладення інвестицій у вільні митні зони, дозвіл ввезення машин і устаткування без сплати мита, надання грантів для створення робочих місць, підготовки і навчання працівників, надання права на придбання за низькими цінами будівельних майданчиків та інфраструктури.

Водночас Чехія висунула низку умов, котрі мали виконати іноземні інвестори, що претендували на одержання пільг. Такі умови, зокрема, стосувалися: мінімальної суми інвестицій (не менш як 10 млн доларів США), робочих місць (не менш ніж 300), а також частки інвестицій у виробництво (у промисловості не менш як 50 %), частки інвестицій на придбання машин та устаткування (40 %).

Узагальнення особливостей розвитку міжнародних інвестиційних процесів у країнах ЦСЄ дало змогу сформуванню системи факторів інвестиційної привабливості економік цього регіону, які мотивують активізацію припливу іноземних інвестицій (рис. 6.4). Наведена система свідчить, що особливості інвестиційної привабливості країн зазначеного регіону лише посилюють загальні мотиви міжнародного руху капіталів, а саме — одержання прибутку від вкладених інвестицій.

Економічний спад у розвинутих країнах змусив інвесторів шукати нові напрямки розміщення інвестицій з нижчими витратами. Це зумовило переорієнтацію міжнародних інвестиційних вкладень у країни з низькими рівнями заробітної плати, до яких належить й Україна. Ввезення інвестицій може також збільшитися з тих країн, в яких внутрішні ринки зростають меншими темпами, ніж закордонні. Саме ці фактори відіграли свою роль у розширенні міжнародних інвестиційних можливостей для країн, що розвиваються, а також для країн ЦСЄ.

У цих регіонах іноземні інвестиції залишалися досить стабільними. У 2000—2003 рр. у країнах, що розвиваються, та країнах з перехідною економікою ввезення інвестицій у десятки разів перевищувало вивезення.

Відсутність системного підходу до позиціонування України в плані її інвестиційної привабливості негативно відображається на іміджевому стані України, не дозволяючи використовувати кредит до владних структур довіри українських підприємців та іноземних інвесторів.

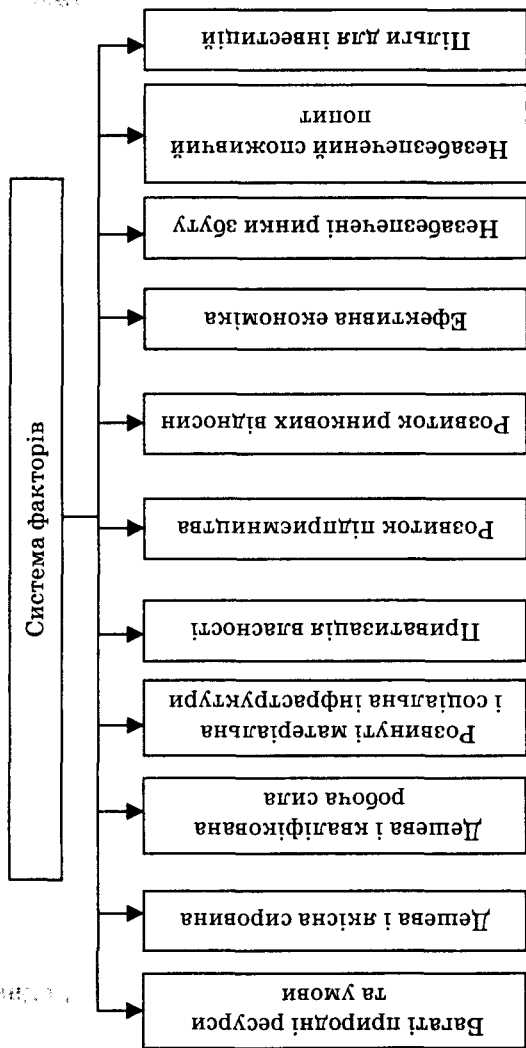


Рис. 6.4. Система факторів інвестиційної привабливості країн Центральної та Східної Європи

Основною причиною невдалих спроб стратегічного заохочення щодо залучення міжнародних інвесторів є *відсутність у владних структурах України консолідованої позиції відносно інвестиційних процесів в Україні*. Як приклад, міжнародна спільнота, безпосередньо, Багатостороннє агентство гарантування інвестицій (MIGA), Консультативна служба з іноземних інвестицій (FIAS) та ряд інших організацій неодноразово засвідчували про готовність безкоштовно надати технічну допомогу та навчити українських спеціалістів, сприяти популяризації радних інвестиційних послуг.

Таким чином, розвиток інфраструктури інвестиційного ринку в Україні в умовах реальної бездіяльності владних структур робить цю нішу перспективною для приватного сектору, що може стати одним з ключових факторів припливу іноземних інвестицій в національну економіку.

В умовах “фактичного вакууму державного впливу” на процес залучення закордонного бізнесу на роль провідників інвесторів намагаються претендувати спеціалізовані некомерційні організації. Деякі з них досягли визнання та успішно консультують іноземних бізнесменів на регіональному рівні. Але відсутність авторитету, надійних зв’язків із владними структурами, з одного боку, й високі вимоги інвесторів — з іншого, перешкоджають більшості з них отримати статус “впливових гравців” на даному ринку. Також можна зазначити, що ці організації обмежені у своїх функціях.

Так, діяльність бізнес-асоціацій не полягає в безпосередньому наданні радних (консультативних) інвестиційних послуг, хоча й дозволяє їх членам отримувати необхідну інформацію та переймати інвестиційний досвід своїх колег. Як ще один приклад, розглянемо функціонування торгових радників іноземних держав в Україні (рис. 6.5).

Вони хоча й вважаються достатньо надійним джерелом інформації та консультацій для іноземних інвесторів, однак не можуть досліджувати специфічні запити.

Іншими словами, українські некомерційні організації, що претендують на надання радних (консультативних) інвестиційних послуг, здатні надавати лише узагальнюючі дані, а не задовольняти специфічні запити закордонних інвесторів.

Отже, проаналізувавши діяльність вітчизняних радних структур з іноземного інвестування, можна дійти висновку, що їх діяльність спрямована виключно на діючий бізнес, а не на потенційних інвесторів.

Досліджуючи функціональність інвестиційних агентств за кордоном протягом останніх 20 років, можна стверджувати, що вони за якістю та обсягом наданих радних інвестиційних послуг належать до зовсім іншого рівня, ніж стан аналогічних структур в Україні. Такого роду послуги є загальнодоступними, загалом безкоштовними та стандартизованими. Сама ж діяльність агентств спрямована не стільки на обслуговування бізнесменів, що вже працюють у країні, скільки на цільовий пошук на залучення нових інвесторів. Підтримка тісного взаємозв'язку з органами владних структур — ще одна прерогатива агентств із залучення інвестицій. Безпосередньо вона дозволяє організаціям реально впливати на інвестиційний курс держави, збирати необхідну інформацію від міністерств та відомств, а також сприяти встановленню прямого діалогу інвесторів з органами влади. Нині у світі нараховується більше 180 інвестиційних агентств національного та більше 300 — субнаціонального рівня, які працюють під егідою Всесвітньої асоціації інвестиційних агентств (WAIPA).

Таким чином, пропонується запровадити закордонний досвід, де українські радні агентства з питань просування інвестицій в Україні повинні виконувати роль “адвокатів” іноземного бізнесу, активно лобювати його інтереси.

Так, такі країни як Чехія, Угорщина, Словенія, Польща, а пізніше й прибалтійські країни саме за допомогою аналогічних агентств у своїх країнах зуміли ліквідувати такий фактор, як “*стурбованість закордонних підприємців*” надійністю фінансових вкладень, і встановити прямий контакт інвесторів з органами центральної та місцевої влади.

Отже, якщо Україна в особі владних структур запровадить аналогічний крок “назустріч власному економічному розвитку — забезпеченням стабільності вкладання іноземного капіталу”, прогнозований результат полягатиме у тому, що завдяки збільшенню обсягів “фінансових вливань” ззовні Україна, як і перелічені вище східноєвропейські країни, стане лідером регіону на рівнем економічного розвитку.

Таким чином, сучасна інвестиційна політика України має орієнтуватися на нарощування інвестиційних ресурсів, послідовне збільшення частки капітальних вкладень у ВВП, поліпшення структури інвестиційних джерел та оптимізацію напрямів їх вкладень. Для забезпечення вищевикладених стратегій головними завданнями уряду мають бути: 1) розроблення ефективної реалізації довготермінового стратегічного розвитку інвестиційного потенціалу; 2) ефективне використання інвестиційного потенціалу у реальному секторі економіки.

Для нормалізації процесу відтворення норма чистих заощаджень має зрости не менше як до 20 % ВВП. Інструментами реалізації цього завдання можуть стати: послаблення податкового навантаження на товаровиробників; інтенсивне оновлення основних фондів засобами амортизації; всебічний розвиток системи лізингу машин і обладнання; зменшення витратного навантаження на економіку з боку незадіяних виробництв, виведення з експлуатації фізично зношених основних фондів; запровадження ефективної системи страхування інвестицій; узгодження грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики із завданням інвестиційної стратегії.

Разрахункові задачі

Задача № 1

Компанія очікує в наступному році 1,24 дол. виплати дивідендів на одну акцію при 8 % -му очікуваному річному зростанні дивідендів. У цей час акції компанії продаються за ціною 23 дол. за акцію. Скільки буде становити вартість власного капіталу? Скільки буде становити вартість знову випущених акцій, якщо в наступному році компанія збирається випустити нові акції, затрачаючи на випуск 10 % вартості акцій?

Розв'язок

Відповідно до формули $V_e = \frac{D_1}{P} + g$, вартість власного капіталу компанії становить: $V_e = \frac{1,24 \text{ дол.}}{23 \text{ дол.}} + 8\% = 13,4\%$.

У наступному році компанія збирається випустити нові акції, затрачаючи на випуск 10 % вартості акцій. Відповідно до формули

$$B_e = \frac{D_1}{P(1-F)} + g \text{ при } F = 10\% \text{ одержимо таку вартість зно-$$

$$\text{ву випущених акцій: } C_e = \frac{1,24 \text{ дол.}}{23(1-0,1) \text{ дол.}} + 8\% = 14\%.$$

Висновок: таким чином, вартість власного капіталу знову випущених акцій зросла до 14 % порівняно з 13,4 % існуючих акцій.

Реальний розвиток подій буде залежати від успіху діяльності фірми. Якщо вона зможе забезпечити 14 % прибутковості при річному зростанні на 8 %, то ринкова ціна акції залишиться без зміни, тобто буде дорівнює 40 дол. якщо фірма заробить для своїх власників більше 14 % на акцію, ринкова вартість акції законо-мірно зросте (через зростаючий попит), у протилежному випадку ринкова вартість буде падати.

Задача № 2

Компанія ZZ п'ять років тому випустила облігації номіналом 1000 дол. і з номінальною відсотковою ставкою 9 %. Поточна вартість облігації на фондовому ринку становить 890 дол., і до погашення залишається ще 10 років. Визначте вартість позичкового капіталу.

Визначте вартість позикового капіталу, якщо поточна ринкова ціна облігації становить 1102 дол. за 1 штуку.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. Яке значення реального інвестування для забезпечення економічного розвитку підприємства?
2. Характеристика основних форм реальних інвестицій підприємства.
3. Життєвий цикл підприємства та його вплив на інвестиційну привабливість підприємств.

4. Політика управління реальними інвестиціями.

5. Поняття інвестиційного проекту. Класифікація інвестиційних проектів.

Термінологічний словник ключових понять теми

Фінансові проекти — передбачають одержання прибутку від вкладень капіталу в інвестиційні (фондові) інструменти — акції, облігації, паї, внески тощо.

Реальні інвестиції — одержання прибутку від вкладення капіталу в реальні активи у формі придбання, будівництва, реконструкції, лізингу тощо.

Інтелектуальні інвестиції — приносять прибуток від реалізації нематеріальних активів.

Споживчі активи — це плани вкладення заощаджень (нагороджень) у предмети особового або сімейного довгострокового використання — житло, засоби транспорту тощо.

Паперові проекти — плани придбання активів у вигляді ЦП, як майнових так і боргових (кредитних), які будуть не тільки приносити інвестору прибуток (дохід), а й гарантувати йому певний рівень безпеки вкладених коштів.

Підприємницькі інвестиційні проекти — плани вкладення капіталу в будь-який вид підприємницької (виробничої або комерційної) діяльності.

Прямі інвестиції — безпосередньо спрямовані на створення виробничих потужностей.

Портфельні інвестиції — зумовлені сукупністю паперових представників (документів), що відображають права власності на активи або прибуток, що вони приносять.

Венчурне інвестування — вкладання капіталів у науко-місткі, високотехнологічні виробництва, які одночасно є високоризиковими і потребують захисту з боку держави.

Галузеві і регіональні проекти — мають місце лише в тих випадках, коли суб'єктом інвестування є керівний орган галузі (міністерство) або представники місцевих органів влади.

Міжнародні проекти — здійснюються за міждержавними угодами за участю, як правило, міжнародних фінансово-кредитних інституцій. Як приклад може бути будівництво тунелю під Ла-Маншем.

Питання для підсумкового контролю знань

1. У чому полягає роль реального інвестування для економічного розвитку підприємства?
2. Охарактеризуйте основні форми реальних інвестицій.
3. Назвіть основні фази життєвого циклу підприємства.
4. Розкажіть про основні напрями політики управління реальними інвестиціями.
5. Назвіть основні фази інвестиційного циклу.
6. За якими основними ознаками здійснюється класифікація інвестиційних проектів?
7. Розкрийте зміст інвестиційного проекту.

Тести

1. Назвіть вид інвестиційних проектів залежно від значимості, реалізація яких істотно впливає на економічну, соціальну чи екологічну ситуацію в окремих регіонах чи галузях країни:
 - а) глобальні;
 - б) народногосподарські;
 - в) великомасштабні;
 - г) локальні.

2. Назвіть напрямок розробки техніко-економічного обґрунтування, де діє перспективна програма продажу і номенклатура продукції:

- а) передумови й історія;
- б) аналіз ринку і концепція маркетингу.

3. Назвіть вид спрощеного розрахунку ефективності інвестицій, якщо прибуток від проекту незначно змінюється за роками:

- а) загальний прибуток від проекту;
- б) прибутковість інвестицій визначається як відношення прибутку до загальної суми інвестицій у проект;
- в) строк окупності.

4. Назвіть напрям використання активів, де плани придбання активів у вигляді цінних паперів будуть не тільки приносити інвестору прибуток, а й гарантувати йому певний рівень безпеки вкладення:

- а) паперові проекти;
- б) споживчі проекти;
- в) міжнародні проекти.

5. Назвіть вид інвестиційних проектів за рівнем технологічної готовності, який потребує санації або ліквідації:

- а) попередній;
- б) потребуючий розширення;
- в) реорганізаційний.

6. Назвіть напрям інвестування, зумовлений сукупністю паперових представників, що відображають права власності на активи:

- а) пряме інвестування;
- б) портфельне інвестування;
- в) венчурне інвестування?

7. Назвіть стадію життєвого циклу товару, на якій інвестор має велику потребу в банківських позичках або венчурному капіталі:

- а) спад (або друге народження);

- б) зрілість;
- в) швидке зростання (“підліткова фаза”);
- г) “юність”;
- д) народження проекту.

8. Назвіть інвестиційні витрати, пов’язані з підготовкою інвестиційного проекту, розробкою, включаючи бізнес-план:

- а) освоєння земельних ділянок;
- б) передінвестиційні дослідження;
- в) технологія;
- г) пусканалагоджувальні роботи;
- д) будівельно-монтажні роботи.

9. Який вид проектного фінансування зумовлює покладання всієї відповідальності за реалізацію проекту на фінансово-кредитну організацію:

- а) без регресу на позичальника;
- б) з частковим регресом на позичальника;
- в) з повним регресом на позичальника;
- г) на консорціумних засадах.

10. Який вид проектного фінансування дозволяє оформити фінансування у найбільш короткі строки:

- а) без регресу на позичальника;
- б) з частковим регресом на позичальника;
- в) з повним регресом на позичальника;
- г) на консорціумних засадах?

Тема 7

ПРАВИЛА ПРИЙНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ

- 7.1. *Обґрунтування поняття прийняття інвестиційних рішень.*
- 7.2. *Методологія прийняття інвестиційних рішень.*
- 7.3. *Керування реалізацією проекту.*
- 7.4. *Інвестиційне планування.*
- 7.5. *Інвестиційний контроль.*
- 7.6. *Проблеми інвестування в Україні.*
- 7.7. *Шляхи та проблеми залучення іноземних інвестицій (на прикладі Western NIS Enterprise Fund).*

Ліпше зовсім не думати про відшкодування якоїсь істини, ніж робити це без будь-якого методу.

Рене Декарт

7.1. ОБҐРУНТУВАННЯ ПОНЯТТЯ ПРИЙНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ

Розглянемо сфери й основні види інвестиційних рішень, типові помилки менеджерів у керуванні інвестиційними процесами, шляхи їхнього попередження, принципи методології прийняття інвестиційних рішень.

Теорія інвестиційних рішень — це особлива сфера загальної теорії прийняття рішень у менеджменті. Типовою помилкою багатьох керівників є розуміння інвестиційних рішень тільки як рішень, пов'язаних з фінансовими ресурсами. Насправді основні види інвестиційних рішень приймаються у сфері прямих, фінансових і нематеріальних інвестицій. Відповідно до цього можна виділити такі види інвестиційних рішень (рис. 7.1):

- прями інвестиції, що розширюють виробничі потужності, номенклатуру виробленої продукції і послуг, які збільшують активи компаній;
- фінансові інвестиції, включаючи портфельні (придбання пакетів акцій і облігацій на ринках цінних паперів), і частки власності фірм поза ринками цінних паперів, а також надання кредитів і позик іншим організаціям;
- нематеріальні інвестиції, спрямовані на зростання конкурентоспроможності, у першу чергу за рахунок розвитку інтелектуальних ресурсів, створення конкурентних переваг, що підви-

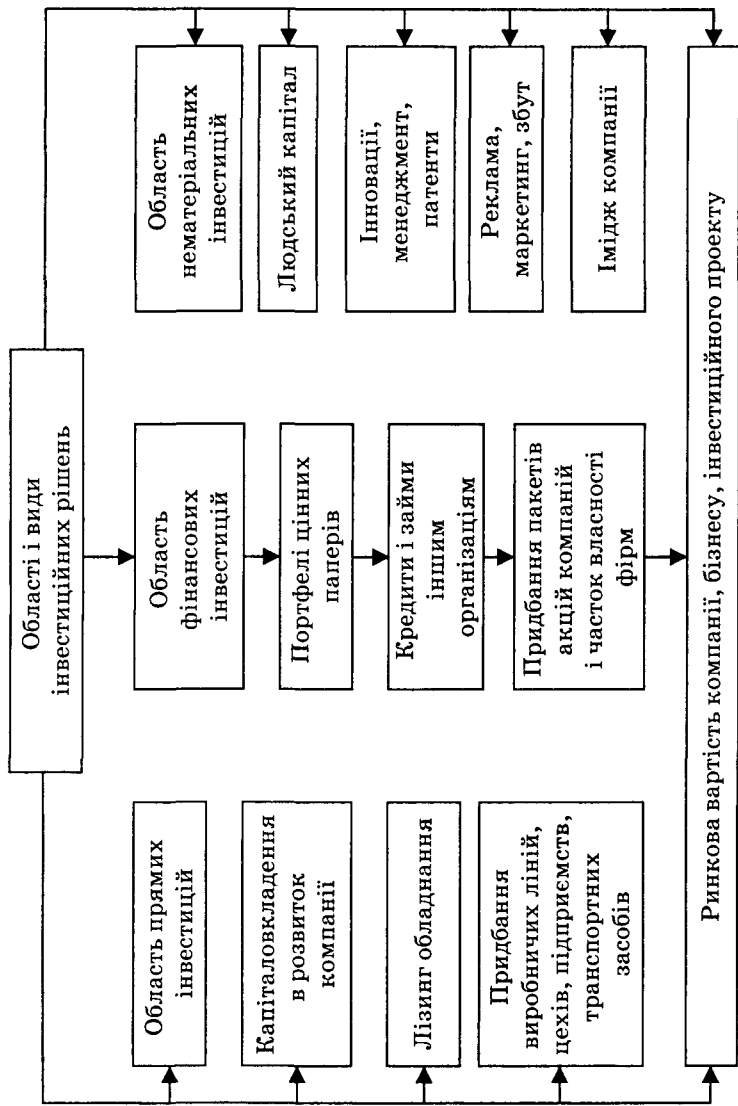


Рис. 7.1. Види інвестиційних рішень

щують потенціал компанії у сферах інновацій, збуту, маркетингу, іміджу.

В останні роки багато вітчизняних компаній стали створювати у своїй структурі самостійні виробничі бізнес-одиниці, названі також центрами доходів прибутку.

За масштабом і характером впливу на компанію розрізняють рішення:

- стратегічні інвестиційні рішення, що істотно впливають на ринкове становище і структуру компанії і потребують значних обсягів фінансових ресурсів. Велика частина цих рішень має довгостроковий характер, вимагає для реалізації більше 3 років;

- тактичні інвестиційні рішення, що відповідають середньостроковому періоду планування, що змінюють окремі елементи, функції і бізнес-процеси компанії (часовий проміжок більшої частини таких рішень становить до 3 років);

- оперативні інвестиційні рішення, пов'язані із локальними змінами в компанії, спрямовані на рішення поточних завдань. Часовий період основної частини цих рішень — до 1 року.

Стратегічний характер інвестиційного рішення визначається насамперед масштабом його впливу на компанію, а не тільки строками їхніх дій.

Протягом місяця і навіть декількох днів власники компанії можуть прийняти рішення щодо продажу великого пакета акцій, що кардинально вплине на структуру менеджменту і перспективи розвитку підприємства, чи менеджери можуть вирішити терміново придбати нові виробництва, вкладаючи в це великі інвестиції. Ці рішення є короткостроковими, але стратегічними. Тому поняття оперативного стратегічного рішення, що впливає на компанію в цілому, є прийнятним. Але такі рішення все ж таки не типові.

Перехід до оцінок повних економічних результатів проектів за всіма періодами (короткостроковим, середньостроковим і довгостроковим) значно збільшує потенціал проекту і розширює інформаційну базу прийняття інвесторами рішень.

Під час формування структури, яка б забезпечувала функціонування інвестиційного процесу на підприємстві, основну увагу приділяють обсягам потоків інвестиційних ресурсів, які

планується залучати у бізнес-процес. Побудована організаційна структура повинна забезпечувати повний взаємозв'язок між підрозділами, які займаються інвестиційною діяльністю на підприємстві.

Формування інвестиційних підрозділів суттєво відрізняється на підприємствах з різними організаційними структурами.

Підприємства, які використовують *лінійну організаційну структуру управління* (загалом її використовують малі підприємства), підрозділи управління інвестиційною діяльністю не створюють. Всі питання з прийняття і реалізації управлінських інвестиційних рішень покладаються на власника даного підприємства.

На підприємствах, які використовують *лінійно-функціональну структуру управління* (використовується середніми підприємствами) створюється загальний центр управління інвестиційною діяльністю на чолі з інвестиційним менеджером. Цей центр інтегрується до фінансової служби підприємства і відповідає за прийняття й реалізацію інвестиційних рішень (рис. 7.2).

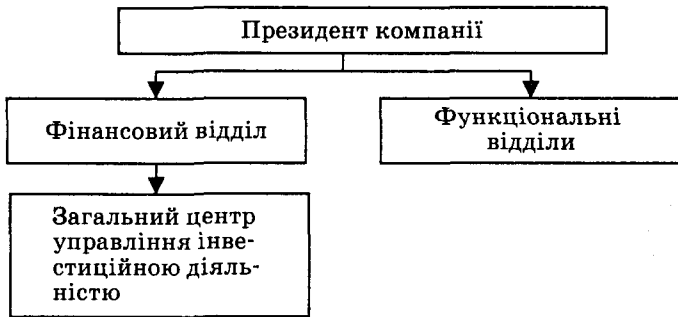


Рис. 7.2. Відділи управління інвестиційною діяльністю в лінійно-функціональній структурі підприємства

Підприємства, що використовують *дивізійну організаційну структуру управління* — основою якої є децентралізація за певними ознаками — регіональним, товарним, споживацьким (використовують великі компанії, транснаціональні компанії). Функції управління інвестиційною діяльністю покладаються на окремо створені центри в кожному дивізіоні (відділенні компанії). Прийняття і реалізація управлінських інвестиційних рі-

шень припадає не на менеджерів центрального апарату управління компанією, а на менеджерів дивізійних відділень (рис. 7.3).

У підприємствах, які використовують проектні форми організаційних структур функції управління інвестиційною діяльністю передаються окремим підрозділам, яким передаються усі повноваження з прийняття і реалізації управлінських рішень. Ці підрозділи безпосередньо підпорядковуються центральному апарату управління. Для кожного інвестиційного проекту створюється свій підрозділ управління інвестиційною діяльністю.

Види інтеграції системи управління інвестиційної діяльності наведені на рис. 7.2, 7.3. Так, організаційну структуру підприємства можна віднести до традиційних, але останнім часом у світовій практиці стали використовувати для управління певними аспектами господарської діяльності, так звані *центри відповідальності*.

Під *центром відповідальності* розглядають структурний підрозділ підприємства, який повністю контролює ті чи інші аспекти господарської діяльності, а його керівництво самостійно приймає управлінські рішення в рамках цих аспектів і несе повну відповідальність за виконання поставлених перед ним завдань.



Рис. 7.3. Відділи управління інвестиційною діяльністю в дивізійній структурі підприємства

Одним із таких центрів відповідальності, створюваних для управління інвестиційною діяльністю, є *центр інвестицій*, де керівник несе повну відповідальність за передані йому інвестиційні ресурси, приймає рішення з їх розподілу. Основним контролюючим показником діяльності цього центру є рівень прибутку на інвестований капітал.

Формування організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю на основі центрів інвестицій відбувається за такими етапами (рис. 7.4).

Побудова організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю шляхом створення центрів інвестицій залежить від багатьох факторів — обсягу інвестиційної діяльності, ступеня багатофункціональності цієї діяльності, кількості персоналу, організаційної структури підприємства, організаційно-правової форми діяльності підприємства.

Головними умовами вдалого функціонування центру інвестицій є укомплектованість кваліфікованими менеджерами, які здатні розробляти, реалізувати і приймати управлінські інвестиційні рішення, вміло розробляти інвестиційні програми з розвитку інвестиційної діяльності на підприємстві у майбутньому.

Багато керівників часто вважають, що доля їхньої компанії залежить від прийнятих ними стратегічних інвестиційних рішень і великих інновацій, недооцінюючи роль тактичних і оперативних рішень. Але часто сумарні тактичні й оперативні прорахунки, які накопичуються непомітно, протягом короткого періоду часу, приводять компанію до банкрутства.

Інвестиційні рішення розрізняють за ступенем ризику.

Ризик вимірюється імовірністю і величиною можливих втрат вкладених засобів.

Інвестиційні рішення можуть бути:

- з низьким рівнем ризику;
- середнім рівнем ризику;
- високим рівнем ризику;
- невизначеним рівнем ризику.

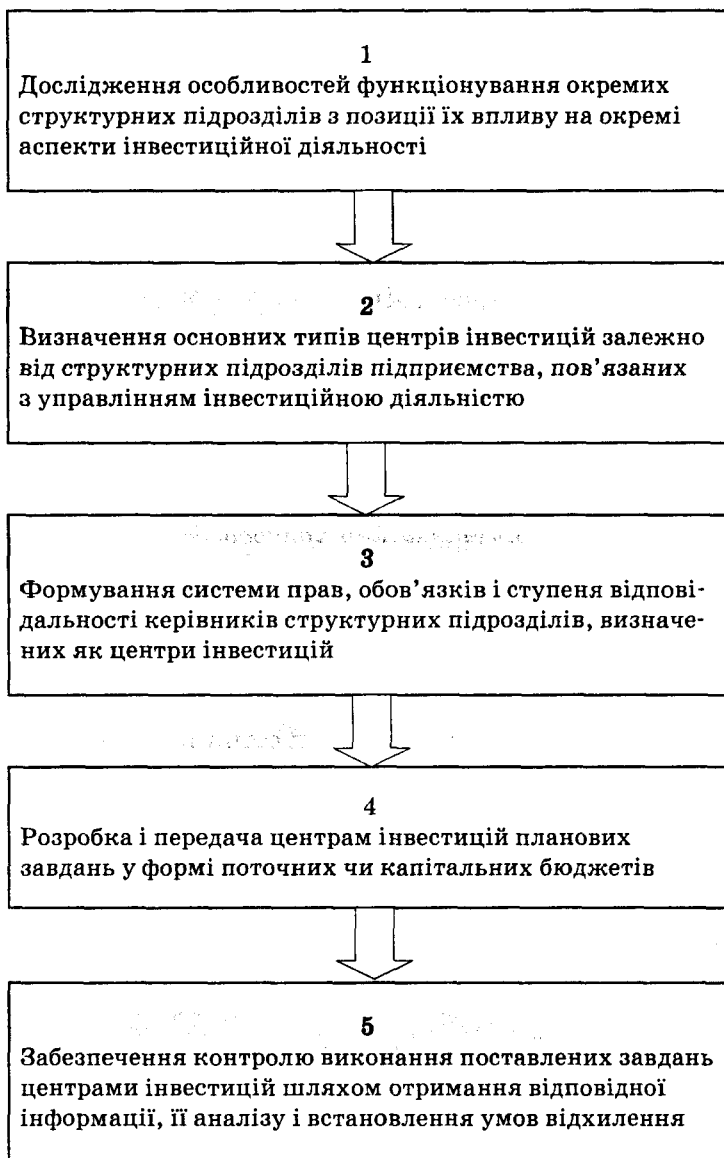


Рис. 7.4. Основні етапи формування системи організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю підприємства на основі центрів інвестицій

Остання група рішень — з невизначеним рівнем ризику — найбільше поширена в практиці вітчизняного управління. Адже саме вона містить максимальний ризик, тому що в даному випадку інвестор і менеджер, що впроваджують інвестиційний проект, нічим не відрізняються від гравців, що покладаються тільки на удачу і збіг обставин.

Сучасний *менеджмент ризику* містить рекомендації і методи, застосування яких може значно знизити ризик інвестиційних проектів.

Розрізняють також програмовані і не програмовані рішення. *Програмовані рішення* здійснюються за заздалегідь відомими алгоритмами і методиками, у той час як *непрограмовані рішення* вимагають індивідуального розгляду, аналізу і планування та створення окремої команди спеціалістів.

З погляду витрат рішення можуть бути *маловитратними*, що вимагає невеликих засобів для їхньої реалізації (їх приймають, як правило, самі менеджери без узгодження з керівництвом), *стандартними*, потребуючими стандартних, нормативних витрат, установлених компанією (наприклад, проведення семінару, заміна офісних меблів та ін.), *великомасштабними*, потребуючими залучення великих інвестицій.

Глобалізація багаторазово посилює два *основних види конкуренції у сфері інвестицій*:

1) *конкуренція серед інвесторів і кредиторів проектів*, що намагаються знайти найбільш вигідні і найменш ризиковані варіанти вкладення своїх засобів, створити бар'єри, що захищають їх інвестиції від втрат, домогтися стабільності і безпеки. Цей вид конкуренції вигідний для об'єктів інвестування й організації, що впроваджують проекти, тому що він веде до обмеження верхнього рівня плати за надані інвестиції (частина доходів відраховується інвестору, пакети акцій, передані йому, та інші види розрахунків з інвесторами) і ставок кредитів.

Слід зазначити що саме цей вид конкуренції може призвести до банкрутства багатьох вітчизняних банків у найближчі роки, що пов'язано зі вступом України у Всесвітню торгову організацію;

2) *конкуренція інвестиційних проектів, що веде до зростання прибутковості інвестицій* і, відповідно, впливає на зростання доходів інвесторів і кредиторів, що збільшує ставки прибутковості і сплати за кредити.

Отже, *прийняття інвестиційних рішень* — це завершальна фаза спільної роботи інвесторів, менеджерів організацій, що розробляють і впроваджують інвестиційні проекти, консультантів і експертів.

Рішення ґрунтується на виборі із наявних альтернатив (можливих варіантів вкладень інвестиційних ресурсів) остаточного варіанта.

Аналіз інвестиційних процесів свідчить, що в основі цього вибору можуть знаходитися 4 основних способи прийняття інвестиційних рішень.

1. *Вибір на основі ретельного і науково обґрунтованого інвестиційного планування і прогнозування, повної оцінки ефективності і ризиків варіантів інвестування, чіткого визначення переваг обраного варіанта стосовно інших.* Цей спосіб включає створення інвесторами, менеджерами і розробниками проектів критеріїв (спеціальних методів кількісного оцінювання ефективності процесів), що дозволяють упорядкувати безліч можливих проектів, провести їхній рейтинг, переконатися в правильності прийнятих рішень. Цей спосіб прийняття рішень рідко використовується у практиці інвестування більшості компаній. Справа в тому, що поняття наукового підходу в цьому випадку означає необхідність створення інвестором і розробниками інвестиційного проекту свого роду наукової лабораторії для вивчення переваг і ризиків тих чи інших проектів, побудови індивідуальних моделей інвестиційного процесу для кожного варіанта інвестування.

Для обґрунтування інвестиційного рішення залучаються сторонні фахівці, яких поєднують разом у тимчасові команди оцінювання і керування інвестиційним процесом. Іноді рішення частини завдань доручається стороннім консалтинговим організаціям чи фірмам, а також групам фахівців.

З позицій менеджменту це означає реалізацію ситуаційного підходу в прийнятті інвестиційних рішень, що ґрунтується на унікальності кожної складної управлінської ситуації і необхідності створення для неї засобів і методів рішення, що відповідають її особливостям.

2. *Вибір інвестиційного рішення на основі стандартних методів і правил дисконтування.* Ці методи ґрунтуються на виборі як головного будь-якого провідного критерію і застосуван-

ня стандартної методики дисконтування, що включає оцінку *NPV* (чистої поточної чи прибутковості вартості), *IRR* (внутрішню норму прибутку) та строку окупності. Ці методи мають вид алгоритмів. На основі даних про припливи і відпливи коштів за проектами і коефіцієнтів дисконтування вводять більш високі рейтинги грошових потоків найближчих періодів часу стосовно наступних і порівнюють загальні оцінки із прийнятими.

3. *Прийняття інвестиційних рішень на основі інтуїції, досвіду, аналогій, експертних оцінок*, правил поведження великих інвесторів-“гравців” як на ринках цінних паперів, так і в прямих інвестиціях у реальне виробництво.

Не випадково до одного блоку рішень об’єднані інтуїтивні рішення, експертні оцінки і наслідування поведженню гравців на ринках цінних паперів. Справа в тому, що рішення, прийняті без аналітичних розрахунків і спеціальних моделей, практично не відрізняються від поведження гравців у казино. Але, як відомо, в ігрових закладах виграє лише незначна частина гравців. Хоча виграші можуть бути великі, однак вони є випадковими. Основна частина учасників, що наслідує їх манеру гри, програє, а багато хто навіть стає повними банкрутами. Відомо також, що удача ніколи не буває постійною, а ті, кому посміхнулася удача, мали змогу виграти величезні гроші, однак часто швидко виграєні “випадково” гроші, втрачалися власниками.

Таким чином, до інвестиційних рішень належать забезпечення екологічної безпеки регіонів, необхідність заміни застарілого і зношеного устаткування, експлуатація якого може викликати аварії і надзвичайні ситуації, реконструкція житлово-комунального сектору й ін.

7.2. МЕТОДОЛОГІЯ ПРИЙНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ

Методологія прийняття інвестиційних рішень, ґрунтуючись на загальній теорії прийняття рішень, є окремою сферою наукового інвестиційного менеджменту. Теорія прийняття рішень інтенсивно розвивається з часів закінчення Другої світової вій-

ни. Створено багато різних способів обґрунтування і вибору оптимальних рішень, включаючи побудову і використання складних економіко-математичних моделей на базі ЕОМ. Це одна з найбільш розвинутих сфер наукового керування. Економіко-математичні моделі прийняття рішень практично не використовуються в українських компаніях, на відміну від закордонних. Планування і прийняття рішень — це серцевина всього процесу інвестиційного менеджменту, найбільш складна його інтелектуальна частина. Неefективні плани і рішення неминуче ведуть до втрати інвестиційних ресурсів, втрати довіри інвесторів, банкрутства, аварій, великих конфліктів. Основні етапи прийняття і реалізації інвестиційних рішень наведені на рис. 7.5.

Прийняття інвестиційних рішень високого рівня, на відміну від інтуїтивних рішень, що найчастіше використовуються на практиці, зводить до мінімуму ризику і забезпечує високі прибутки від проекту. На практиці найчастіше порушують чи зневажають декількома обов'язковими етапами інвестиційних рішень (рис. 7.5), внаслідок чого проект стає хитким, його ризик різко збільшується.

Для ухвалення ефективного рішення попередньо необхідно виконати за можливості найбільш докладний аналіз зовнішнього і внутрішнього середовища інвестування, прогнози їхньої зміни. Фактори зовнішнього і внутрішнього середовища необхідно структурувати, розподілити на групи, виділити серед них критичні, що найсильніше впливають на проект і його ефективність, врахувати взаємозв'язки між ними.

Далі необхідно розробити ескізу модель інвестиційного процесу. Ця робота вимагає залучення менеджерів з аналітичним складом розуму, здатних прогнозувати тенденції розвитку інвестиційних процесів і навколишнього середовища на основі кількісних моделей і евристичних, нестандартних методів. На цьому етапі ретельно підбираються менеджери і фахівці, з яких формується команда, здатна забезпечити весь цикл прийняття і реалізації інвестиційного рішення.

На цьому етапі також необхідно проаналізувати умови реалізації проекту. Цей фактор часто не враховується у вітчизняній практиці управління інвестиційними проектами, але саме він перетворює аналіз навколишнього середовища в інструмент управління. У сучасній практиці управління інвестиційними процесами цей фактор вважається ключовим.

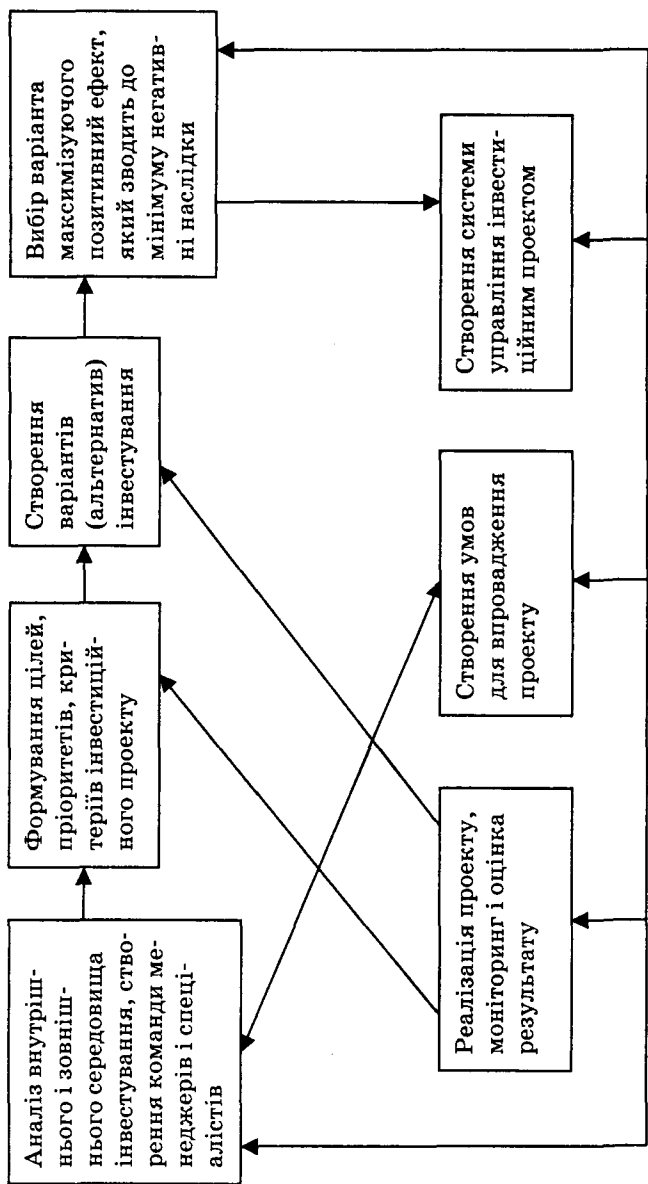


Рис. 7.5. Структура прийняття і реалізації інвестиційних рішень

7.3. УПРАВЛІННЯ РЕАЛІЗАЦІЄЮ ПРОЕКТУ

У процесі управління реалізацією проекту мова йде про те, з ким ви збираєтеся організувати свою справу, і як ви плануєте налагодити роботу. При цьому відправною точкою мають бути кваліфіковані вимоги, тобто підприємець (інвестор) має вказати: які саме фахівці (якого профілю, з якою освітою, яким досвідом), з якою заробітною платнею знадобляться для успішного ведення справ. Відповідно, підприємцю (інвестору) потрібно вказати, як він збирається залучити цих фахівців: на постійну роботу чи як сумісників (зовнішніх експертів), чи збирається скористатися послугами якої-небудь організації з найму такого роду професіоналів.

У тому випадку, якщо частина персоналу уже найнята, слід дати про своїх співробітників короткі біографічні довідки, роблячи наголос на наявну кваліфікацію, колишній досвід роботи і його корисність для підприємства, до якого залучаються наймані фахівці. На цьому етапі необхідно привести й організаційну схему підприємства, з якої буде чітко видно, хто і чим займатиметься, як усі служби взаємодіятимуть, і як підприємець (інвестор) — роботодавець збирається координувати та контролювати діяльність.

Оскільки через організаційну плутанину нерідко зазнають краху навіть багатообіцяючі проекти, такого роду інформація також цікавить інвесторів і банкірів.

Доцільно розглянути й питання оплати та стимулювання праці керівного персоналу. У цьому розділі, який є особливо важливим для нових підприємств, підприємець (інвестор) повинен вказати ту форму, у якій він планує вести справи. Йдеться про форму власності та правовий статус організації: приватне підприємство, кооператив, державне підприємство, товариство і т. ін. Кожна з цих форм має свої особливості, свої плюси і мінуси, що також може вплинути на успіх інвестиційного проекту, і тому є вкрай важливою для безпосередньо самих інвесторів та їх партнерів. Конкретне наповнення розділу “Юридич-

ний план” інвестиційного проекту залежить від обраної підприємцем (інвестором) форми організації.

Наведемо структуру розділів інвестиційного управління проектом.

1.1. Організаційно-правова форма реалізації інвестиційного проекту:

а) у рамках діючої організаційно-правової форми ініціатора проекту;

б) у рамках діючої організаційно-правової форми інвестора;

в) створення нового товариства з обмеженою відповідальністю;

г) створення нового акціонерного товариства закритого типу;

д) створення нового акціонерного товариства відкритого типу;

е) створення нового підприємства іншої організаційно-правової форми (вказати).

1.2. Організаційна структура управління об'єктом на стадії його експлуатації (у випадку створення нового підприємства).

1.3. Компетентність кандидатури на посаду керівника інвестиційного проекту:

а) освіта;

б) базова спеціальність;

в) загальний трудовий стаж;

г) стаж роботи на підприємствах даної галузі;

д) стаж роботи в комерційних структурах;

е) вік.

1.4. Можливість самостійної реалізації інвестиційного проекту:

а) проект може бути реалізований власними зусиллями;

б) реалізація проекту вимагає залучення підрядників і субпідрядників.

1.5. Характеристика намічуваних підрядників і субпідрядників, залучених до реалізації проекту:

а) тривалість роботи в галузі;

б) досвід роботи з аналогічними інвестиційними проектами;

в) досвід роботи з аналогічними обсягами інвестиційних ресурсів;

г) рівень прогресивності застосованої ними технології робіт;

- д) рівень прогресивності використовуваного парку механізмів;
- е) рівень кваліфікації кадрів;
- є) форми зв'язку з постачальниками матеріалів, необхідні для реалізації проекту;
- ж) ділова репутація.

7.4. ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПЛАНУВАННЯ

Основою управління інвестиційною діяльністю підприємства становить *інвестиційне планування*. *Інвестиційне планування* — це процес розробки системи планів і нормативних показників із забезпечення розвитку підприємства необхідними інвестиційними ресурсами і підвищення ефективності його інвестиційної діяльності в майбутньому періоді.

Інвестиційне планування базується на основі таких систем:

- *прогнозування інвестиційної діяльності* — розробка загальної інвестиційної стратегії та інвестиційної політики за основними напрямками інвестиційної діяльності підприємства. Період планування становить 3 роки;

- *поточне планування інвестиційної діяльності* — розробка поточних планів за окремими аспектами інвестиційної діяльності. Період планування — 1 рік;

- *оперативне планування інвестиційної діяльності* — розробка і доведення до виконавців бюджетів та інших форм оперативних планів за всіма основними питаннями інвестиційної діяльності. Період планування — місяць, квартал.

Система прогнозування інвестиційної діяльності базується на основі основних принципів здійснення інвестиційної діяльності на підприємстві, які визначаються місією підприємства і менталітетом інвестиційної поведінки засновників і менеджерів.

Система поточного планування інвестиційної діяльності складається з розробки конкретних видів поточних планів, які дають змогу визначити на майбутній період всі форми інвестиційної діяльності підприємства і джерела її фінансування, сформувати структуру її доходів і витрат.

Вихідними даними для розробки поточних інвестиційних планів підприємства є:

- інвестиційна стратегія підприємства і цільові стратегічні нормативи за основними напрямками інвестиційної діяльності на майбутній період;
- інвестиційна політика за окремими аспектами інвестиційної діяльності підприємства;
- обсяги виробництва і реалізації продукції, що плануються, й інші економічні показники за знову створеними операційними активами підприємства;
- система розроблених на підприємстві норм і нормативних витрат окремих інвестиційних ресурсів;
- діюча система ставок податкових платежів;
- діюча система норм амортизаційних відрахувань;
- середні ставки кредитного і депозитного відсотків на фінансовому ринку;
- результати інвестиційного аналізу за попередній період.

Основними видами поточних інвестиційних планів, що розробляються на підприємстві, є:

- обсяг інвестиційної діяльності, що планується, в розрізі окремих форм реального і фінансового інвестування — для визначення потреби в загальному обсязі реального і фінансового інвестування підприємства на майбутній період;
- план доходів і витрат за інвестиційною діяльністю — для визначення потреби у фінансових ресурсах для реалізації запланованих інвестиційних програм;
- план залучення і витрачання грошових коштів у процесі інвестиційної діяльності — для забезпечення постійної фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на всіх етапах планового періоду;
- балансовий план — для визначення необхідного приросту активів із забезпеченням їх внутрішньої збалансованості, а також формування оптимальної структури капіталу, яка забезпечить достатню фінансову стійкість підприємства в майбутньому періоді.

Система оперативного планування інвестиційної діяльності полягає в розробці короткострокових інвестиційних планів з інвестиційного забезпечення основних напрямів розвитку господарської діяльності підприємства.

Основною формою оперативного планування є бюджет. **Бюджет** — це оперативний план короткострокового періоду, який розробляється, як правило, в межах одного року (кварталу, місяця), в ньому відображаються витрати і надходження інвестиційних засобів у процесі здійснення конкретних форм інвестиційної діяльності.

Складання бюджетів на підприємстві вирішує 2 основних завдання:

а) визначення обсягу і складу витрат, пов'язаних з інвестиційною діяльністю окремих структурних одиниць і підрозділів підприємства;

б) забезпечення покриття цих витрат інвестиційними ресурсами з різних джерел.

Інвестиційні бюджети підприємства класифікуються за різними ознаками:

1. **За видами інвестиційної діяльності** — ці бюджети розробляються під час деталізації відповідних поточних інвестиційних планів на підприємстві в цілому на майбутній місяць, квартал:

- бюджет реального інвестування — деталізують в рамках певного періоду зміст показників, пов'язаних із поновленням і розвитком усіх видів операційних активів підприємства в процесі його інвестиційної діяльності;

- бюджет фінансового інвестування — спрямовано на відповідну деталізацію показників, пов'язаних із забезпеченням приросту загальної суми портфеля фінансових інструментів інвестування.

2. **За видами витрат:**

- поточні бюджети — складаються з двох розділів:

а) поточні витрати — витрати виробництва за розглянутим центром інвестицій;

б) доходи від поточної господарської діяльності — загалом це доходи від реалізації майна;

- капітальний бюджет — розглядає капітальні вкладення у розвиток підприємства, складається з двох частин:

а) капітальні витрати — витрати на придбання позаоборотних активів;

б) джерела отримання засобів інвестиційних ресурсів (власні інвестиційні ресурси інвестора, залучуваний пайовий капітал, фінансовий лізинг, кредити банків та ін.).

3. За повнотою номенклатури витрат:

- функціональний бюджет — розробляють за однією (двома) статтями витрат;
- комплексний бюджет — розробляють за повною номенклатурою витрат.

4. За методами розробки:

- стабільний бюджет — не змінюється від зміни обсягів інвестиційної діяльності підприємства (бюджет витрат із проектування підприємства);
- гнучкий бюджет — встановлює поточні і капітальні витрати не в твердо фіксованих сумах, а у вигляді нормативних витрат, які пов'язані з певними обсяговими показниками діяльності.

Виділяють особливу форму бюджету — *платіжний календар*, який розробляється за окремими видами руху грошових засобів і за підприємством в цілому.

Платіжний календар складається на майбутній місяць і має такі розділи:

- графік витрачання грошей — за всіма видами фінансових зобов'язань;
- графік надходження грошей — розробляється за тими напрямками, де є зворотний потік.

Таким чином, проведення інвестиційного планування на підприємстві дає змогу йому підвищити ефективність інвестиційної діяльності.

7.5. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КОНТРОЛЬ

У розрізі інвестиційного менеджменту головна роль відводиться системі і методам внутрішнього контролю.

Внутрішній контроль — це організовуваний підприємством процес перевірки виконання і забезпечення реалізації усіх управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності з метою реалізації інвестиційної стратегії.

В останні роки на практиці держав із розвинутою ринковою економікою значного поширення набув — *контролінг*. Принципом цієї системи, яка отримала назву *управління за відхиленнями*, є оперативне порівняння основних планових і фактичних показників для виявлення відхилень між ними в певному взаємозв'язку цих відхилень на підприємстві з метою взаємодії на вузлові фактори нормалізації діяльності.

Основними функціями інвестиційного контролінгу є:

- спостереження за реалізацією інвестиційних завдань, встановлених системою планових показників і нормативів;
- вимір ступеня відхилення фактичних результатів інвестиційної діяльності від передбачених;
- діагностика за розмірами відхилень важливих погіршень в інвестиційній позиції підприємства і суттєвого зниження темпів його розвитку;
- розробка оперативних управлінських рішень з нормалізації інвестиційної діяльності підприємства згідно з передбаченими цілями і показниками;
- коригування за необхідності окремих цілей і показників інвестиційної діяльності, пов'язаних зі змінами в зовнішньому інвестиційному середовищі, кон'юнктури інвестиційного ринку і внутрішніх умов.

Побудова інвестиційного контролінгу на підприємстві базується на певних принципах:

1) спрямованість системи інвестиційного контролінгу на реалізацію розробленої інвестиційної стратегії підприємства. Інвестиційний контролінг має відображати основні пріоритети розвитку інвестиційної діяльності підприємства;

2) багатофункціональність інвестиційного контролінгу. Саме критерій багатофункціональності має забезпечити контроль пріоритетних показників розвитку інвестиційної діяльності не тільки по підприємству в цілому, але й у розрізі окремих його центрів інвестицій, передбачати можливість порівняння контролюючих показників із середньогалузевими, забезпечувати взаємозв'язок контрольованих інвестиційних показників з іншими важливими показниками господарської діяльності підприємства;

3) орієнтованість інвестиційного контролінгу на кількісні стандарти. Ефективність контрольних дій значно підвищуєть-

ся, якщо контрольовані стандарти діяльності виражені конкретними кількісними показниками;

4) відповідність методів інвестиційного контролінгу специфіці методів інвестиційного аналізу та інвестиційного планування. У процесі організації внутрішнього інвестиційного контролю необхідно орієнтуватись на цілий арсенал раніше розглянутих систем і методів інвестиційного планування та аналізу;

5) своєчасність операцій контролінгу. Адекватність періодів контрольних дій періоду здійснення окремих операцій, пов'язаних із формуванням результатів інвестиційної діяльності;

6) гнучкість побудови контролінгу. Внутрішній інвестиційний контроль має бути побудований з урахуванням можливості пристосування до нових інструментів інвестування, до нових форм інвестиційної діяльності, до нових видів технологій і методів;

7) простота побудови контролінгу;

8) економічність контролінгу. Витрати зі здійснення інвестиційного контролінгу мають бути мінімізовані з позиції їх адекватності та загального ефекту цього контролю.

Етапи побудови інвестиційного контролінгу на підприємстві передбачають такі складові:

- визначення об'єкта контролінгу;
- визначення видів і сфери контролінгу (табл. 7.1);
- формування системи пріоритетів контрольованих показників (табл. 7.2).

Таблиця 7.1. Окремі види інвестиційного контролінгу на підприємстві

Види інвестиційного контролінгу	Основна сфера контролінгу	Основний контрольний період
1. Стратегічний контролінг	Контроль інвестиційної стратегії та її цільових показників	Квартал, рік
2. Поточний контролінг	Контроль поточних інвестиційних планів	Місяць, квартал
3. Оперативний контролінг	Контроль бюджетів	Тиждень, декада, місяць

Таблиця 7.2. Приклад формування системи пріоритетів контрольованих показників чистого інвестиційного прибутку підприємства

Пріоритети першого порядку	Пріоритети другого порядку	Пріоритети третього порядку
Сума чистого інвестиційного прибутку	Сума інвестиційних доходів	<ol style="list-style-type: none"> 1. Доходи від реального інвестування. 2. Отримання відсотків, дивідендів. 3. Приріст курсової вартості цінних паперів
	Сума інвестиційних витрат	<ol style="list-style-type: none"> 1. Рівень цін і тарифів на послуги. 2. Обсяг інвестицій. 3. Структура інвестицій
	Сума податкових внесків	

Отже, *інвестиційний контролінг* — це контролююча система, яка забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямках інвестиційної діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних її результатів від передбачених і прийняття управлінських оперативних рішень, які забезпечують її нормалізацію.

7.6. ПРОБЛЕМИ ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Іноземні інвестиції. Протягом останніх років Україна живе в очікуванні “інвестиційного буму”, причому особливі надії покладаються насамперед на іноземних інвесторів. Період кінця 2004 — початку 2005 р. для України такі сподівання підсилив одразу кількома чинниками. *По-перше*, нова влада вважає, що Помаранчева революція в Україні не може залишитись у світі

непоміченою, а іноземні бізнесмени просто “зобов’язані” гідно оцінити кваліфікованість місцевої робочої сили у поєднанні з невисокою середньою заробітною платою в цілому по країні. *По-друге*, з обмеженням функцій контролюючих органів, інвестиційний клімат України має суттєво поліпшитись. *По-третє*, громадянська активність, що пробудилась на столичному Майдані та майданах сотень міст і містечок, спроможна вселити в органи місцевого самоврядування новий струмінь поживлення, в тому числі й щодо активізації пошуку зовнішніх ресурсів для місцевого економічного розвитку.

В Україні, де більш ніж 90 % економіки контролює держава, іноземне інвестування є одночасно і економічною, і політичною проблемою.

Іноземних інвесторів в Україні приваблюють:

- вигідне географічне положення;
- потенційно великий ринок;
- висока кваліфікація робочої сили та її відносна дешевизна;
- низький курс національної валюти;
- можливість вивозу прибутку.

Але при всій привабливості Україна має багато причин, що перешкоджають інвестуванню.

Європейська бізнес-асоціація (ЄБА) звертається до аналізу проблем, з якими стикаються представники як іноземного, так і українського бізнесу у своїй щоденній діяльності в Україні. Їх поточні зусилля, спрямовані на надання пропозицій органам влади України, щоб допомогти їм в удосконаленні регуляторної роботи та поліпшення інвестиційного клімату в Україні.

Метою роботи ЄБА не є загальний аналіз інвестиційного клімату в Україні, швидше за все це є систематизація конкретних проблем, які на сьогодні залишаються неврегульованими діючим українським законодавством та заважають працювати як українським, так і іноземним компаніям.

ЄБА пропонує своє бачення законодавчого вирішення цих проблем, у більшості випадків це — пропозиції щодо змін в українському законодавстві, спрямовані на вирішення вказаних проблем. Іноді певні проблеми вимагають більш детального аналізу. Але найбільш важливо те, що робота ЄБА — це спроба розпочати діалог з органами влади України задля досягнення спільної мети вдосконалення інвестиційного клімату в Україні. Го-

товність до продовження конструктивного діалогу з Президентом, урядом та Верховною Радою України. ЄБА розрізняє *дві групи проблем* інвестування в Україні:

- 1) загальні;
- 2) галузеві.

Загальні проблеми інвестування в Україні:

- корпоративне управління і права акціонерів;
- право на землю та іншу нерухомість;
- банкрутство;
- надання позик та гарантій нефінансовими установами;
- виконавче впровадження;
- оподаткування;
- валютне регулювання;
- конкурентне законодавство;
- трудове законодавство;
- ринки капіталів;
- технічне регулювання;
- поводження з пакувальними матеріалами та відходами пакування;
- торгові бар'єри.

Галузеві проблеми інвестування в Україні:

- агрохімічний сектор;
- енергетичний сектор;
- інформаційні технології;
- паперовий сектор;
- текстильна галузь;
- транспортний сектор;
- тютюнова та алкогольна галузі;
- фармацевтична галузь.

Далі розглянемо деякі з цих проблем детальніше.

Корпоративне управління і права акціонерів. Новий Цивільний та Господарський кодекси України, які набрали чинності 1 січня 2004 р., внесли ряд змін в регулювання питань корпоративного управління. Разом з тим правове регулювання багатьох питань потребує подальшого вдосконалення.

Права міноритарних акціонерів

Однією із проблем є захист прав міноритарних акціонерів. Нині міноритарні акціонери в акціонерних товариствах не мають адекватних засобів впливу на прийняття рішень акціонерами, які володіють більшістю акцій.

Питання кворуму в акціонерних товариствах

Ще однією проблемою є те, що згідно із чинним законодавством акціонер, який має принаймні 40 % акцій, може заблокувати діяльність акціонерного товариства шляхом простого нез'явлення на загальні збори акціонерів. Правовий механізм вирішення цієї проблеми відсутній.

Залучення професійних біржових маклерів

Також хотілося б звернути увагу на стан українського законодавства, яке встановлює зобов'язання акціонерів-нерезидентів акціонерних товариств укладати всі договори купівлі-продажу акцій через ліцензованих професійних торговців.

Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", визначаючи професійну діяльність з торгівлі цінними паперами, посилається на брокерську та дилерську діяльність. Тільки для такої діяльності вимагається отримання спеціальних дозволів (*ліцензій*).

Водночас, беручи до уваги Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (Комісія з цінних паперів), можна прийти до висновку, що всі операції, пов'язані з продажем та купівлею цінних паперів, повинні проводитися або після отримання ліцензії на торгівлю цінними паперами, або ж здійснюватися через професійних торговців цінними паперами.

Ця вимога призвела до обмеження прав іноземних акціонерів українських акціонерних товариств, а також значного та непотрібного підвищення вартості відповідних операцій.

Строк повідомлення про скликання загальних зборів учасників/акціонерів

Певні незручності також викликані існуючими вимогами Закону України "Про господарські товариства" стосовно завчасного повідомлення учасників/акціонерів товариства про скликання загальних зборів учасників/акціонерів.

Часові межі для надання такого повідомлення становлять 30 днів для товариств з обмеженою відповідальністю та 45 днів для акціонерних товариств. Якщо товариством володіє єдиний учас-

ник/акціонер (що дозволяється чинним законодавством), вимога щодо надання такого повідомлення втрачає сенс. Що стосується товариств з кількома учасниками/акціонерами, існування таких часових меж між наданням повідомлення та скликанням загальних зборів учасників/акціонерів іноді також не є виправданим з практичного погляду. Тому потрібно встановити винятки із загального правила стосовно товариств з єдиним учасником, а також стосовно випадків, коли, наприклад, всі учасники підтвердили письмово свою згоду на проведення загальних зборів без дотримання вказаних вимог.

Реєстрація в одному вікні

1 липня 2004 р. набрав чинності Закон України “Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців”. Ним була запроваджена так звана процедура *реєстрації в одному вікні*. Це передбачає, що всі процедури, необхідні для реєстрації компанії чи фізичної особи-підприємця, мають здійснюватися в одному місці й протягом певного строку. Проте на практиці процедура реєстрації не працює через відсутність організаційних та технічних можливостей органів, які здійснюють таку реєстрацію. Крім того, практична реалізація нової процедури реєстрації створила додаткові труднощі та незручності для компаній/осіб, які мають намір зареєструватися.

Права на землю та іншу нерухомість. Останнім часом в Україні вжито значних заходів з метою забезпечення більшої прозорості у системі власності на майно, однак все ще залишається чимало невирішених проблем.

Нерухомість

Іноземним громадянам та юридичним особам зазвичай надається право власності на квартири, будинки та інші споруди. З набранням чинності Цивільного кодексу України та Господарського кодексу України, майнові права набули більш чіткої регламентації. Разом з тим на сьогодні залишається значна низка питань, що потребують чіткішої регламентації та негайного вирішення на законодавчому рівні.

На сьогодні існує численна кількість несистематизованих, подекуди застарілих нормативно-правових актів, що тією чи іншою мірою регламентують порядок будівництва об'єктів нерухомості, зокрема закони України “Про основи містобудуван-

ня” від 16 листопада 1992 р., “Про планування і забудову територій” від 20 квітня 2000 р., “Про архітектурну діяльність” від 20 травня 1999 р. тощо.

Самі акти законодавства України дуже часто протирічать один одному, а вимоги і процедури, що в них містяться, не враховують реалії сьогодення, є штучно ускладненими і у своїй більшості недоречними та нездійсненними.

Зазначені недоліки зумовлюють *розвиток бюрократизму та корупції*, позбавляють можливості навіть найсумлінніших інвесторів вести будівництво у суворій відповідності до вимог законодавства України.

Аналогічні проблеми спіткають також іноземців, що здійснюють ремонт або реконструкцію квартир, будинків та інших споруд. Чинне законодавство не містить чіткого переліку необхідних для цього документів, дозволів та узгоджень, невирішеними залишаються процесуальні аспекти провадження такої діяльності.

Крім того на законодавчому рівні не міститься навіть чіткого розмежування термінів “ремонт” та “реконструкція”, переліку робіт, що належать до тієї чи іншої категорії.

Незважаючи на закріплення у Цивільному кодексі декількох положень стосовно об’єктів будівництва, їх правовий статус залишається нез’ясованим.

Суперечливими є питання щодо права власності на об’єкти будівництва, а відповідно і умови їх відчуження, порядок укладення попередніх договорів оренди тощо.

Так, відповідно до частини 4 статті 331 Цивільного кодексу за заявою зацікавленої особи суд може визнати її власником недобудованого нерухомого майна, якщо буде встановлено, що частка робіт, яка не виконана відповідно до проекту, є незначною. Разом з тим порядок набуття права власності на об’єкт будівництва через рішення суду відсутній.

Відповідно до частини 3 статті 331 Цивільного кодексу до завершення будівництва особа вважається власником матеріалів, обладнання тощо, які були використані в процесі цього будівництва. Разом з тим є положення статті 876 Цивільного кодексу, за яким власником об’єкта будівництва або результату інших будівельних робіт до їх здачі замовникові є підрядник. Логічним видається той факт, що все ж таки замовник (інвес-

тор) повинен на всіх етапах будівництва зберігати права на матеріали, придбані за його рахунок. В інших випадках такі питання слід залишити на вирішення сторонами в договірному порядку.

Земля

Значним кроком в удосконаленні правового регулювання земельних правовідносин стало прийняття Земельного кодексу України, що сприяє залученню іноземних інвестицій до сектору нерухомості та виробничого сектору.

Так, відповідно до статті 128 Земельного кодексу іноземним юридичним особам, іноземним громадянам та особам без громадянства надається право придбати у власність земельні ділянки несільськогосподарського призначення. Разом з тим немає чіткої та зрозумілої процедури реалізації цієї прогресивної норми, що має бути прописана на рівні підзаконних нормативних актів, занадто ускладнений та бюрократизований процес відведення земельних ділянок тощо. Такий стан справ зумовлює значні ускладнення для іноземних інвесторів у процесі набуття права власності на землю в Україні.

Значною проблемою залишається нез'ясоване питання щодо можливості та порядку набуття права власності на землю українськими юридичними особами, що мають іноземних учасників (акціонерів). Згідно зі змінами до статті 82 Земельного кодексу "спільні підприємства" можуть набувати право власності на землю у порядку, встановленому для іноземних юридичних осіб. Проте не зовсім зрозуміло, що мається на увазі під "спільними підприємствами" згідно з чинним законодавством України та який порядок такого набуття.

Крім того зі змісту статті 82 Земельного кодексу випливає, що дочірні підприємства, які перебувають у 100 % власності іноземних юридичних осіб, не мають права придбати у власність землю. Таке положення є некоректним з юридичного погляду і лише зумовлює створення додаткових структур, схем, через які земля все ж таки переходить у власність. Внесення відповідних змін до зазначеної статті полегшить господарський обіг, додасть прозорості до процесу придбання земель в Україні, сприятиме залученню іноземних інвесторів.

Істотні обмеження прав іноземних інвесторів містить положення частини 2 статті 127 Земельного кодексу. Передбачаєть-

ся, що продаж земельних ділянок державної та комунальної власності здійснюється на конкурентних засадах (аукціон, конкурс), окрім викупу земельних ділянок, на яких розташовані об'єкти нерухомого майна, що їм належать. Отже, можливість викупу земельних ділянок під об'єктами незавершеного будівництва до цього часу (станом на 01.09.2006) відсутня.

Реєстрація прав на землю і нерухомість

Останнім часом в Україні прийнято низку нормативно-правових актів, спрямованих на реформування існуючої системи реєстрації прав на землю та нерухомість, зокрема Закон України "Про державну реєстрацію речових прав на нерухомість та їх обмежень" від 1 липня 2004 р., Тимчасовий порядок державної реєстрації, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 26 травня 2004 р. Вжиті заходи мають на меті забезпечення більшої прозорості у системі прав на майно, однак все ще залишається чимало невирішених проблем.

Виходячи з тексту Закону до Державного реєстру прав на нерухоме майно та їх обмежень, що містить інформацію про земельні ділянки та іншу нерухомість (будівлі, споруди, їх частини тощо), буде перенесена інформація із Державного земельного кадастру, що ведеться Держкомземом, та інформація із Державного реєстру прав на нерухоме майно, що ведеться Бюро технічної інвентаризації (БТІ). Проте, на жаль, у Законі не передбачена інтеграція Державного реєстру з такими базами даних, як: Єдиний реєстр заборон на відчуження нерухомого майна; Державного реєстру правочинів; Державного реєстру іпотек; а також Єдиного реєстру застав рухомого майна, в якому на практиці міститься інформація про права на рухоме майно, а також податкові застави.

Залишається відкритим питання щодо необхідності перереєстрації раніше зареєстрованих прав на землю та іншу нерухомість. Зі змісту пункту 3 розділу V (Прикінцеві положення) Закону випливає, що власники нерухомих об'єктів повинні самостійно здійснити перереєстрацію прав власності на об'єкти нерухомого майна, які були зареєстровані в порядку, встановленому рішенням органів виконавчої влади. Невизначена в Законі також подальша доля правових титулів, зареєстрованих у БТІ, адже окрім передбаченої автоматичної передачі даних із Реєстру прав власності на нерухоме майно, що ведеться БТІ,

може постати необхідність самостійної перереєстрації власниками об'єктів нерухомості самих правовстановлюючих документів. На практиці така ситуація призведе до хаосу та безладдя в місцевих органах реєстрації прав, зловживань з боку посадовців та значних непорозумінь, пов'язаних із чинністю непереєстрованих документів.

Реєстрація договорів довгострокової оренди

Статті 793 та 794 Цивільного кодексу України передбачають, що договори оренди будівлі або іншої капітальної споруди (їх окремої частини) строком на один рік і більше підлягають і нотаріальному посвідченню, і державній реєстрації. Більше того, стаття 4 Закону України "Про державну реєстрацію речових прав на нерухоме майно та їх обмежень" від 1 липня 2004 р. передбачає обов'язкову державну реєстрацію права користування нерухомим майном строком більш як один рік.

Встановлення в Україні вимоги реєстрації договорів довгострокової оренди нерухомості (на строк більш як один рік) відповідає загальній практиці країн Європи. Така реєстрація дозволяє визначити всі обтяження (заставу, арешт, оренду тощо), що існують стосовно певного об'єкта нерухомості.

Офіційна плата за реєстрацію договорів оренди нерухомості в Державному реєстрі становить 17 гривень (станом на 1 вересня 2006 р.). Однак договори довгострокової оренди нерухомості мають також бути нотаріально засвідчені і платіж за таке посвідчення становить 1 % від вартості договору оренди (державне мито або плата приватному нотаріусу), відповідно до статті 3 Декрету Кабінету Міністрів України "Про державне мито" від 21 січня 1998 р. Декрет не встановлює окремо розмір державного мита за нотаріальне посвідчення договорів оренди, проте передбачає "загальне" положення, за яким ставка державного мита становить 1 % за нотаріальне посвідчення будь-якого договору, який підлягає оцінці.

Банкрутство. Україна має досить розвинену законодавчу базу, що регулює питання санації, неплатоспроможності та банкрутства.

Законодавство про банкрутство діє в Україні з 1992 р. і за останні 14 років зазнало суттєвих змін. Новий Закон "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його

банкрутом”, ухвалений українським парламентом, повністю вступив в дію з 2000 р.

Практика останніх років щодо застосування Закону про банкрутство виявила необхідність його вдосконалення. Зміни, що вносились у цей Закон протягом 2000—2006 рр., суттєво поліпшили нормативне регулювання банкрутства. Водночас зберігаються деякі проблемні питання, що потребують вирішення.

Згідно із Законом “Про введення мораторію на примусову реалізацію майна” встановлено мораторій на застосування примусової реалізації майна державних підприємств та господарських товариств, у статутних фондах яких частка держави становить не менше 25 %, до вдосконалення визначеного законами України механізму примусової реалізації майна. Цей мораторій поширюється також на продаж майна в процесі впровадження справи про банкрутство згідно із Законом про банкрутство.

Таким чином, на сьогодні кредитори підприємств, де державна частка становить не менше 25 %, обмежені в реалізації свого права на стягнення заборгованості з боржника шляхом продажу його майна в процесі впровадження справи про банкрутство.

Зазначені вище дискримінаційні положення законодавства про банкрутство знайшли своє продовження у змінах, внесених Законом України “Про внесення змін до Закону України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” від 17 лютого 2004 р.

Відповідно до зазначеного Закону в черговий раз продовжено мораторій на порушення справ про банкрутство щодо гірничих підприємств (гірничодобувні підприємства, шахти, рудники, копальні, кар’єри, розрізи, збагачувальні фабрики, шахтовуглебудівні підприємства), у статутних фондах яких частка держави становить не менше 25 %.

Таким чином, законодавець не тільки встановив заборону на порушення справ про банкрутство вказаних суб’єктів, але й запровадив у законі імперативну вказівку про те, що провадження у справах про банкрутство гірничих підприємств, у статутних фондах яких частка держави становить не менше 25 %, які були порушені після 1 січня 2000 р., підлягає припиненню.

Закон про банкрутство надає перевагу державним податковим органам перед іншими кредиторами щодо черговості задоволення вимог кредиторів.

Законом України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України” від 12 травня 2004 р. № 1713-IV розглядувана норма закону про черговість задоволення вимог кредиторів була змінена. Мова йде про включення законодавцем вимог центрального органу виконавчої влади, що здійснює управління державним резервом до вимог третьої черги поряд з вимогами щодо сплати податків і зборів.

Відтепер вимоги інших кредиторів, не забезпечені заставою, які задовольняються в четверту чергу, слідує після повного задоволення вимог попередніх черг, зокрема вимог про сплату податків і зборів та вимог органу, який здійснює управління державним резервом.

Згідно зі змінами до Закону про банкрутство, що вступили в силу 31 травня 2003 р., план санації боржника може містити умови про обмін вимог кредиторів на активи боржника та (або) його корпоративні права. Однак закон не встановлює практичного механізму обміну боргів на корпоративні права (акції, частки). Не зрозуміло, наприклад, чи можна збільшувати статутний фонд боржника для передачі інвесторам емітованих корпоративних прав в обмін на погашення його боргів (їх частини). Питання про те, хто може прийняти рішення про збільшення статутного фонду в процесі санації, а також чи може таке рішення бути прийнятим без згоди чи відповідного рішення акціонерів (учасників) банкрута, також залишається відкритим. Хоча на практиці відомі випадки збільшення статутного фонду на підставі рішення керуючого санацією, однак відсутність належного правового регулювання цього питання не додає впевненості інвесторам і не заохочує їх до активної участі в процесі санації боржника.

Вказані питання потребують негайного вирішення для вдосконалення процедури банкрутства в цілому і, зокрема, для захисту прав кредиторів дочірнього підприємства від неправомірних дій посадових осіб контролюючого підприємства.

Фінансові послуги. Актуальність цього питання обумовлюється поширеністю правовідносин з надання позик і гарантій в господарському обороті та потребою здійснення вказаних дій різними за своїм статусом суб'єктами, а не лише фінансовими установами.

Зазначені правовідносини регулюються Цивільним кодексом України та спеціальним Законом України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 р. Слід зазначити, що саме з прийняттям цього Закону було обмежено коло суб’єктів, правомочних надавати гарантії та грошові позики.

Чинний на сьогодні (станом на 01.09.2006) Цивільний кодекс України, який набрав дії з 1 січня 2004 р., підтвердив положення Закону про те, що такий вид забезпечення виконання зобов’язання як *гарантія*, може надаватися лише юридичною особою зі статусом фінансової установи, тобто банком, страховою компанією чи іншою фінансовою установою. Відносно ж позики, Цивільний кодекс не передбачає обмеження щодо права її надання тільки фінансовою установою. Це можна пояснити, зокрема, тим, що відповідно до ст. 1046 Цивільного кодексу в *позику можуть надаватися не лише грошові кошти, але й інші речі, визначені родовими ознаками*.

Разом з тим положеннями Закону прямо передбачено, що надання коштів у позику може здійснюватись лише фінансовою установою. Так, відповідно до ст. 4 зазначеного Закону надання гарантій, а також надання коштів у позику визнається фінансовою послугою. Оскільки ж згідно з частиною 1 статтею 5 Закону фінансові послуги надаються фінансовими установами, то й виступати гарантом та позикодавцем за договором позики, яким передбачається надання в позику грошових коштів, може лише специфічне коло суб’єктів — *фінансові установи*.

Крім того, в Україні існує досить поширена практика надання послуг, які є фінансовими за своєю природою, але не врегульовані Держкомфінпослуг.

Перспективи вдосконалення чинного законодавства — Цивільним кодексом України та спеціальним Законом України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” з окресленого питання вбачаються саме у подальшій і більш чіткій регламентації права нефінансових установ надавати окремі види фінансових послуг, що унеможливило б неоднозначне трактування таких дій та їх наступне оскарження.

Оподаткування

Передбачуваність податкової системи

Хоча і з запізненням, але в Україні здійснюються позитивні реформи системи оподаткування. Звісно, реформи обумовлюють нестабільність законодавства, що є зрозумілим і прийнятним для інвесторів за умови, що їм надається вичерпна інформація про напрями та строки запланованої реформи.

З погляду інвесторів головною проблемою інвестування в Україні залишається непередбачуваність реформи її податкової системи. Якщо процес податкової реформи є непередбачуваним для інвестора, то він не має можливості прийняти обґрунтовані рішення стосовно інвестицій, що означає відкладення або відмову від здійснення інвестицій.

На жаль, за останні 5—7 років (станом на 01.09.2006) Україна створила собі репутацію країни із низькою передбачуваністю податкової системи внаслідок надто частих змін в законодавстві, яким неодноразово надавалась зворотня дія у часі, недодержання задекларованих намірів та строків щодо податкових реформ, непоодинокі випадки однобокої фіскальної інтерпретації законодавства податковими органами.

Відшкодування ПДВ

Відшкодування ПДВ державою — це постійна проблема для компаній, які працюють в Україні; ці труднощі є перешкодою як для інвестицій узагалі, так і для інвестицій в експортно орієнтовані галузі зокрема.

Ті компанії, які збувають свою продукцію на місцевому ринку, мають можливість *відшкодувати кошти (податковий кредит), сплачені як ПДВ при закупівлі, за рахунок коштів (податкових зобов'язань), що надходять як ПДВ при продажу продукції.*

Експортно орієнтовні компанії часто мають незначні податкові зобов'язання з ПДВ при збуті продукції або взагалі не мають таких зобов'язань, оскільки продаж товарів на експорт за загальноприйнятою міжнародною практикою оподатковується за нульовою ставкою.

На практиці такі компанії періодично опиняються у становищі, коли вони нездатні отримати відшкодування за експорто-

вані товари за тими сумами ПДВ, що були сплачені під час купівлі.

Додаткові витрати в обсязі 20 % (це нинішня ставка ПДВ) є головним чинником, що негативно впливає на рішення про здійснення інвестицій. До того ж час від часу органи державної влади роблять спроби подовжити строки відшкодування ПДВ, ввести мораторій на відшкодування бюджетної заборгованості, реструктуризувати таку бюджетну заборгованість, очевидним результатом яких є згортання експортно орієнтованих виробництв, перевиробництво на внутрішньому ринку й вплив іноземних інвестицій. Крім того, труднощі з відшкодуванням експортного ПДВ створюють умови для корупції та змушують експортерів звертатися до так званих податкових схем, що не йде на користь ні експортерам, ні державі.

“Тимчасові” збори до Пенсійного фонду

Збори з купівлі/продажу автомобілів, ювелірних виробів та іноземних валют були запроваджені в жовтні 1998 р. тимчасово до “Прийняття рішення Верховною Радою України про повне погашення заборгованості з виплати пенсій, що здійснюється за рахунок коштів Пенсійного фонду України”.

Збори з виробництва та імпорту тютюнових виробів, купівлі/продажу нерухомості та надання послуг стільникового зв’язку були запроваджені у липні 1999 р. тимчасово до 1 січня 2001 р. Ці збори були запроваджені для погашення заборгованості з виплати пенсій.

Незважаючи на “тимчасовість” запровадження вищевказаних зборів (уряд вже давно прозвітував про погашення заборгованості з виплати пенсій), вони продовжували діяти і в 2006 р. згідно з законами про бюджет на 2002, 2003, 2004, 2005, 2006 рр.

Деякі з указаних зборів створюють для підприємств суттєвий додатковий адміністративний тягар та є значним податковим тягарем. Крім того практика запровадження “тимчасових” податків з наступним продовженням їх дії законом про бюджет підриває довіру інвесторів до стабільності податкової системи.

200 %-й штраф за неутримання податку при проведенні грошових виплат

Законом України “Про порядок погашення зобов’язань платників податків перед бюджетами та державними цільовими фондами” № 2181 від 21 грудня 2000 р. передбачено 200 %-й штраф

за недотримання платником податку вимог закону про обов'язкове попереднє нарахування та сплату податку при проведенні грошових виплат. Цей штраф стосується, зокрема, випадків утримання податку на доходи фізичних осіб та податку на доходи нерезидентів.

Також названий закон в пункті 17.2 передбачає право платника податку, який до початку його перевірки податковими органами виявив помилку, що призвела до заниження податкового зобов'язання, самостійно виправити таку помилку, сплативши 5 % -й штраф. При самостійному виправленні помилки адміністративні штрафи на платника податків не накладаються.

Однак Законом України "Про порядок погашення зобов'язань платників податків перед бюджетами та державними цільовими фондами" не визначена можливість застосування механізму самостійного виправлення помилок зі сплатою 5 % -го штрафу у випадках порушення платником податку обов'язку з нарахування та утримання податку при виплаті грошових сум.

Відсутність чіткості в Законі "Про порядок погашення зобов'язань платників податків перед бюджетами та державними цільовими фондами" призводить до того, що платники податків, які самостійно виправляють помилку і сплачують 5 % -й штраф у такому випадку не можуть бути певні, що податкові органи не застосують до них додатково 200 % -й штраф.

Валютне регулювання. Порядок здійснення іноземних інвестицій в Україні. У жовтні 2004 р. Національний банк України прийняв постанову № 482, якою було введено в дію *Положення про порядок здійснення іноземних інвестицій в Україну в грошовій формі та повернення іноземному інвестору його інвестицій, а також репатріації прибутків, доходів, інших коштів, одержаних від інвестиційної діяльності в Україні* (далі — *Положення*).

Фактично, Положення значно ускладнює процедури як здійснення інвестицій, так і повернення грошових коштів інвестору, виплати дивідендів, продажу об'єктів інвестування і, таким чином, адміністративними методами підвищує вартість операцій та призводить до зниження економічної вигоди від здійснення інвестиційної діяльності на території України.

Крім того, необхідно підкреслити, що введення в дію Положення призводить до порушення Україною взятих на себе зобо-

в'язань за міжнародними угодами щодо сприяння та захисту інвестицій. Наприклад, Угодою про партнерство і співробітництво між Європейськими співтовариствами і Україною передбачено (ст. 48), що Україна та держави-члени зобов'язуються не вводити "нових валютних обмежень на рух капіталу і поточні платежі, пов'язані з ним", між резидентами ЄС та України.

Зокрема, Положенням передбачено, що, *по-перше*, іноземні інвестиції в Україну у вигляді грошових коштів відтепер можна здійснювати тільки у вигляді іноземної валюти I групи Класифікатора іноземних валют та банківських металів. Відповідно, інша валюта не може бути зарахована на рахунок інвестора в іноземній валюті, що відкритий в уповноваженому банку України, і підлягає поверненню іноземному банку-відправникові.

Слід звернути увагу на те, що згідно зі ст. 391 Господарського кодексу України, іноземні інвестиції можуть здійснюватись у вигляді іноземної валюти, що визнається конвертованою Національним банком (тобто, за Класифікатором це валюта I та II груп), а обмеження будь-яких видів іноземних інвестицій можуть встановлюватись виключно законом. Незважаючи на це, Положенням введено обмеження, за яким валюта II групи (наприклад, польські злоти, грузинські ларі, російські рублі), що є конвертованою, не може бути використана для здійснення інвестиції в Україну.

Отже, це правило суперечить законодавству, а також дискримінує та ускладнює зовнішньоекономічні відносини з найближчими сусідами України.

По-друге, значно ускладнено та підвищено вартість власне процедури здійснення інвестиції внаслідок вимог щодо відкриття інвестиційних рахунків нерезидентів в Україні та обов'язкового продажу іноземної валюти, а саме:

- іноземний інвестор зобов'язаний відкрити два рахунки в Україні (в іноземній та національній валюті);

- кошти інвестора, що надходять на його рахунок в уповноваженому банку України в іноземній валюті, підлягають обов'язковому продажу на міжбанківському валютному ринку, після чого отримані кошти в гривнях перераховуються на відкритий в уповноваженому банку рахунок нерезидента-інвестора в національній валюті. Однак подібний порядок суперечить постанові Правління НБУ № 349 від 4 вересня 1998 р. "Про по-

рядок обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів", в якому чітко зазначено, що кошти, які перераховуються на територію України з метою здійснення інвестиції, не підлягають обов'язковому продажу.

По-третє, безумовно викликають здивування норми Положення, якими регулюється порядок припинення інвестиційної діяльності та повернення інвестиції.

Зокрема, *продаж нерезидентом об'єкта інвестиції іншому нерезиденту передбачатиме вчинення таких дій:*

- покупець-нерезидент зобов'язаний відкрити два рахунки в уповноважених банках України (у національній та іноземній валюті);
- покупець-нерезидент перераховує кошти в іноземній валюті на свій рахунок в іноземній валюті в Україні, після чого ці кошти підлягають обов'язковому продажу на міжбанківському валютному ринку та зарахуванню на рахунок покупця-нерезидента в гривнях;
- продавець-нерезидент отримує від продажу об'єкта інвестиції кошти в гривнях на свій рахунок в національній валюті України;
- за кошти, отримані продавцем-нерезидентом, купується іноземна валюта на міжбанківському валютному ринку, та зараховується на рахунок нерезидента-інвестора в іноземній валюті в уповноваженому банку в Україні.

Таким чином, при продажу об'єкта інвестиції нерезиденти-інвестори змушені здійснювати низку операцій, які неминуче призведуть до акумулювання витрат на кожному етапі внаслідок курсових різниць, сплату численних банківських комісійних зборів та подвійного збору до Пенсійного фонду України, що стягується при купівлі-продажу валюти.

По-четверте, незрозумілою є також інша норма Положення, в якій зазначається, що повне або часткове повернення інвестору його майнової інвестиції грошовими коштами здійснюється тільки якщо це передбачено міжнародною угодою між Україною та державою, в якій зареєстрований чи проживає інвестор. Відповідно, виникає питання: у разі якщо такої міжнародної

угоди немає, інвестор не зможе повернути свою майнову інвестицію у грошовій формі навіть за наявності належного звіту про оцінку майна? Безперечно, така норма не тільки нелогічна, але й суперечить Закону України “Про режим іноземного інвестування”.

По-н’яте, Положення ускладнило також процедуру репатріації прибутків (доходів) від здійснення інвестицій, а саме: переказ дивідендів за кордон здійснюватиметься через уповноважений банк, що купуватиме валюту на міжбанківському валютному ринку України. Водночас, згідно з численними міжнародними угодами щодо сприяння та взаємного захисту інвестицій, стороною яких є Україна, перекази доходів від інвестицій мають здійснюватись у вільно конвертованій валюті за ринковим обмінним курсом, що превалює на дату переказу.

З огляду на вищенаведене можна вважати Положення таким, що обмежує права іноземних інвесторів та створює складний і економічно не вигідний механізм здійснення інвестиційної діяльності на території України.

Ринки капіталів. Відображення застави акцій та блокування акцій в депозитарній системі. У “*Положенні про депозитарну діяльність*”, затвердженому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку від 26 травня 1998 р. № 61, *чітко не визначена процедура відображення обтяження зобов’язаннями, зняття обтяження, блокування та розблокування цінних паперів на рахунках цінних паперів*, як це, наприклад, зроблено у “Положенні про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів”, затвердженому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, від 26 травня 1998 р. № 60.

У результаті в Положенні № 61 відсутній правовий механізм, який би виключав можливість зняти обтяження (наприклад, заставу акцій) без отримання згоди заставотримача акцій. Відсутність такого правового механізму призводить до того, що *зберігач (депозитарна установа)* змушений виконувати розпорядження заставодавця (власника цінних паперів, що є клієнтом зберігача/депозитарної установи) про зняття блокування, навіть якщо заставу не припинено і заставотримач не погоджується зі зняттям обтяження (розблокуванням) акцій.

Технічне регулювання

Питання акредитації органів з підтвердження відповідності

1. Недосконалість законодавства у сфері акредитації:

- має місце колізія між законами України “Про акредитацію органів з оцінки відповідності” та “Про підтвердження відповідності” в частині засвідчення компетенції та визначення повноважень органів з оцінки відповідності, зокрема, органів сертифікації;

- характерна невідповідність Декрету Кабінету Міністрів України “Про стандартизацію та сертифікацію” положенням законів України “Про акредитацію органів з оцінки відповідності” та “Про підтвердження відповідності” в частині здійснення діяльності з підтвердження відповідності (передусім, сертифікації) органами з сертифікації будь-якої форми власності;

- властиве невизнання результатів випробувань органів державної системи сертифікації (УкрСЕПРО) іншими країнами.

2. Адміністративні перешкоди у здійсненні діяльності, пов'язаної з оцінкою відповідності:

- існування необґрунтованих адміністративних перешкод щодо здійснення діяльності у галузі підтвердження відповідності.

3. Обмеження для нерезидентів у здійсненні діяльності, пов'язаної з оцінкою відповідності.

Статтею 12 Закону України “Про підтвердження відповідності” та Порядком надання органам із сертифікації повноважень на проведення робіт з підтвердження відповідності у законодавчо регульованій сфері, затвердженим постановою Кабінету Міністрів України від 28 березня 2002 р. № 376, визначено, що уповноваженими органами із сертифікації можуть бути виключно резиденти України.

Такі обмеження не сприяють розвитку цивілізованого ринку послуг, пов'язаних з сертифікацією, звужують конкурентне середовище в цій сфері та не узгоджуються з концептуальними положеннями Угоди ГАТТ/СОТ щодо рівності всіх суб'єктів господарювання при доступі на ринки країн — членів СОТ.

Питання підтвердження відповідності

Необхідність обов'язкової сертифікації сільськогосподарської сировини та продукції, що з неї виготовляється.

Відповідно до статті 4 Закону України “Про державне регулювання імпорту сільськогосподарської продукції”, обов’язковій сертифікації підлягає вся сільськогосподарська продукція, що ввозиться на митну територію України, що призводить до необхідності сертифікувати як сировину, так і готову продукцію, виготовлену з використанням цієї сировини. Фактично ж загрозу для людини може становити лише готовий до споживання продукт, а не сировина для його виготовлення.

Беззмістовні з погляду захисту життя і здоров’я людини процедури сертифікації сировини створюють додаткові перешкоди у здійсненні підприємницької діяльності та потребують значних фінансових витрат на випробування та адміністрування процесів сертифікації як з боку суб’єктів господарювання, так і державних органів.

Існування Інституту подвійної сертифікації протирічить намаганням України приєднатися до Світової організації торгівлі (СОТ) та інтегруватися до Європейського співтовариства (ЄС). Вимоги щодо внесення змін до зазначеного Закону України “Про державне регулювання імпорту сільськогосподарської продукції” стосовно скасування подвійної сертифікації містяться у зверненні ЄС до України щодо її вступу до СОТ (лист представництва України при ЄС від 19 вересня 2002 р.).

Торгові бар’єри

Експортні обмеження

Продовжують застосовуватися експортні обмеження для окремих категорій товарів внаслідок збереження мінімальних експортних цін, експортних митних ставок та квот, розмір яких щороку окремо затверджується Кабінетом Міністрів України. Обмеження де-факто застосовуються також як затримка в оформленні сертифікатів різними інспекціями, а протягом минулих років (2001 — I півр. 2006 р.) такі обмеження проявлялися як відверте втручання місцевих органів влади у сільськогосподарський сектор.

Будь-яка можливість експортних обмежень не сприяє здійсненню експортно-орієнтованих інвестицій, яких потребує країна.

За умов невизначеності процесів ціноутворення та здійснення платежів на національному ринку саме експорт продукції є комерційним стимулом для більшості іноземних інвесторів. За відсутності гарантій найкращих можливих умов для комерційної діяльності ті іноземні інвестиції, що нині здійснюються, буде припинено, а нові інвестиції, швидше за все, так і не буде зроблено.

Митне оформлення Попередні рішення

Згідно з Наказом Державної митної служби України “Про затвердження Положення про відділ тарифів та митної вартості і Порядків його роботи” № 782 від 7 грудня 1999 р. митні органи можуть приймати рішення щодо класифікації товарів з метою застосування тарифних і нетарифних методів регулювання зовнішньоекономічної діяльності (ЗЕД).

Такі рішення виносяться під час митного оформлення товарів на запит оперативних підрозділів митниць або згідно з керівними документами Держмитслужби і регіональних митниць.

Суб’єкти ЗЕД не мають можливості самостійно отримувати такі рішення від митних органів до ввезення товарів в Україну.

Таким чином, в разі сумнівів щодо класифікації товарів суб’єкти ЗЕД не мають змоги планувати зовнішньоекономічні операції заздалегідь.

Оскарження рішення митного органу стосовно визначення митної вартості товарів

Відповідно до статті 265 Митного кодексу України митний орган може самостійно визначити митну вартість товарів у таких випадках:

- у разі відсутності даних, що підтверджують правильність заявленої декларантом митної вартості;
- за наявності обґрунтованих сумнівів у достовірності поданих декларантом відомостей.

Ця стаття встановлює, що рішення митного органу стосовно визначення митної вартості товарів може бути оскаржене в порядку, встановленому законом. Митний кодекс, інші закони України не встановлюють порядку оскарження рішень митних органів стосовно визначення митної вартості товарів.

Таким чином, суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності позбавлені можливості оскаржувати рішення митних органів в позасудовому порядку.

Оподаткування товарів у митному режимі тимчасового ввезення

Статтею 206 Митного кодексу визначено перелік товарів, щодо яких може надаватися дозвіл на тимчасове ввезення з умовним повним звільненням від оподаткування. Оскільки не встановлено інше, тимчасове ввезення не вказаних у статті 206 товарів оподатковується як при ввезенні для вільного використання в митному режимі імпорту.

Таким чином, з погляду оподаткування тимчасове ввезення товарів, не зазначених в статті 206 Митного кодексу (наприклад, товарів, що ввозяться за договорами короткотермінового лізингу), є економічно недоцільним.

Ввезення дисків для лазерних систем зчитування

Відповідно до Закону України "Про особливості державного регулювання діяльності суб'єктів господарювання, пов'язаної з виробництвом, експортом, імпортом дисків для лазерних систем зчитування" № 2953 від 17 січня 2002 р. імпорт в Україну дисків для лазерних систем зчитування (крім транзиту та ввезення громадянами для власного використання) підлягає ліцензуванню.

Митні органи вважають, що ввезення будь-яких компакт-дисків має здійснюватись на підставі ліцензії. Таким чином, не пропускають без ліцензії диски, які прямо не є об'єктом купівлі-продажу, наприклад диски, які містять:

- 1) технічний опис обладнання, яке імпортується;
- 2) рекламну інформацію;
- 3) спеціалізоване програмне забезпечення, не призначене для роздрібного продажу;
- 4) різноманітну внутрішньофірмову інформацію і т. ін.

У таких випадках імпортер має витратити чимало часу для отримання ліцензії або відмовитися від митного оформлення диску.

Вивезення товарів для ремонтів

Згідно з Митним кодексом вивезення товарів з метою ремонту оформлятиметься в митному режимі "переробки за межами митної території України". При ввезенні таких товарів в Украї-

ну після ремонту сплачується ввізне мито і ПДВ, що в окремих випадках є економічно недоцільним. Крім того, з Митного кодексу не зрозуміло визначення митної вартості товару, що ввозиться назад в Україну після ремонту.

Імпортні обмеження

Правові засади забезпечення якості та безпеки харчових продуктів і продовольчої сировини для здоров'я населення та ввезення їх на митну територію України визначено Законом України "Про якість та безпеку харчових продуктів і продовольчої сировини". Цей закон (ст. 22) відносить до небезпечних, зокрема харчові продукти, виготовлені із застосуванням не дозволених у встановленому порядку харчових добавок. Такі небезпечні харчові продукти (тобто виготовлені з застосуванням не дозволених в Україні харчових добавок) закон (ст. 4) забороняє ввозити, реалізовувати, використовувати в оптовій чи роздрібній торгівлі.

Крім того, законом (ст. 22) встановлено, що небезпечна продовольча продукція підлягає вилученню з обігу, утилізації або знищенню. На виконання вищезазначеного закону (ст. 4) Кабінет Міністрів України своєю постановою від 4 січня 1999 р. № 12 затвердив "Перелік харчових добавок, дозволених для використання у харчових продуктах" (далі — Перелік КМУ), який не повною мірою узгоджується з Директивою ЄС № 95/2/ЄС від 20 лютого 1995 р. Так наприклад, Перелік КМУ не містить харчової добавки Е 904, яка дозволяється до використання зазначеною Директивою ЄС.

Така неузгодженість призводить до фактичної заборони ввезення (імпорту) в Україну з території ЄС продуктів харчування, що виготовлені з застосуванням харчових добавок, дозволених в ЄС (Е 904), а отже, створює не виправдані обмеження та перешкоди для вільної торгівлі та інвестицій у виробництво продуктів харчування за європейськими стандартами і технологіями.

Недосконалість Переліку КМУ створює серйозну правову проблему в українському законодавстві, що регулює сферу виробництва і торгівлі харчових продуктів, та є негативним фактором, що суттєво перешкоджає розвитку бізнесу у цій сфері.

Потрібно також зазначити, що закордонний інвестор вкладає гроші з метою створення конкурентоспроможних на світовому ринку виробництв, а переважна частина його продукції

часто спрямовується, власне, на експорт. Крім того, іноземні фірми приносять із собою сучасні технології виробництва та менеджменту, нову культуру бізнесу, а такі явища як корупція чи тіньова економіка тут зустрічаються на кілька порядків рідше, ніж у вітчизняних аналогів.

Проте не слід забувати, що іноземний інвестор, так само як і його український колега, є лише суб'єктом підприємницької діяльності, а отже, шукає власної вигоди та намагається максимально реалізувати свій економічний інтерес. Зрозуміло, що такий інтерес не завжди збігається з інтересом "сторони, яка приймає", а подекуди може навіть йти врозріз із пріоритетами регіонального розвитку. Саме тому має існувати "здоровий" баланс між внутрішніми та зовнішніми інвестиціями, а працівники органів місцевої влади, які працюють з іноземними інвесторами мають чітко усвідомлювати інтерес своєї території та знати можливі загрози з боку іноземних інвесторів (рис. 7.6).

Серед перелічених ризиків найбільшого значення слід надавати загрозі нечесної конкуренції та політичного тиску, оскільки іноземні компанії, особливо великі, мають достатньо ресурсів та політичної підтримки для боротьби з місцевими компаніями аж до витіснення їх з ринку, а також для використання на свою користь за допомогою політичних аргументів місцевих владних інституцій. Важливою загрозою є прагнення нерезидента до вилучення капіталу з країни шляхом завищених цін на комплектуючі та послуги, які він отримує від інших підрозділів своєї компанії, що розташовані за кордоном, або його намагання переводити в ці підрозділи талановиту місцеву молодь, особливо з числа інженерно-технічного або управлінського персоналу.

Крім того, трапляються випадки так званої "утилізації відходів" за рахунок інвестування за кордон, особливо в мало розвинені країни. Це може стосуватися внесення у статутний капітал створюваних в Україні підприємств технологічно застарілого обладнання або й екологічно шкідливого устаткування (особливо, коли проект реалізується в далекому від центру депресивному регіоні, керівництво якого "руками і ногами" хапається за будь-якого інвестора). У цьому разі, крім прямої загрози, існує ще й опосередкована: зазвичай такі інвестиції є недовговічними і вже через кілька років себе вичерпують, залишаючи сторо-



Рис. 7.6. Основні ризики іноземного інвестування для місцевого економічного розвитку

ну, яка приймає, наодинці з її проблемами, які за час реалізації такого "проекту", як правило, лише загострюються.

Внутрішні інвестиції

Проблема *внутрішніх (тобто вітчизняних)* інвестицій значно рідше знаходить відображення на шпальтах газет, сторінках наукових праць чи в кулуарних розмовах. Подекуди навіть складається враження, що цей ресурс економічного розвитку регіонів просто ігнорують. Більше того, у сфері державних фінансів — Державних бюджетів на 2006 і 2007 рр. — спостерігається тенденція до збільшення бюджетних видатків на соціальні виплати за рахунок зменшення фінансування капітальних вкладень.

Таким чином, нівелюється державне інвестування як фактор економічного розвитку та стимулювання приватних вітчизняних інвестицій.

Сьогодні на регіональному рівні спостерігається тенденція до формування своєрідного “двобічного дисбалансу” між внутрішніми і зовнішніми інвестиціями. Дисбаланс полягає у тому, що, з одного боку, внутрішні інвестиції характеризуються більшими обсягами надходжень в українську економіку та значним потенціалом до подальшого розширення, а з іншого — увага центральної та регіональної влади скерована на іноземні інвестиції, які, однак, не завжди піддаються впливу та контролю з боку органів місцевого самоврядування.

Крім того, галузева структура внутрішнього та зовнішнього інвестування має певні відмінності.

Так, іноземні інвестори, наприклад у Львівській області, вкладають кошти насамперед у сучасну машинобудівну та електротехнічну промисловість (майже 25 % всіх іноземних інвестицій), харчову переробку (16 %) та фінансовий сектор (11 %), і трохи меншою мірою — у виробництво деревини та виробів із неї (7 %), транспорт і зв’язок (6 %) та легку промисловість (6 %).

Натомість внутрішні інвестиції на Львівщині спрямовуються передусім у розвиток існуючого промислового виробництва (30 %), яке, у більшості випадків, за технологічним рівнем і рівнем конкурентоспроможності відстає від іноземного. Вітчизняний капітал також вкладається у транспорт і зв’язок (20 %), у фінансування трубопроводів, комунікацій та ліній електропередач (15 %), у будівельну індустрію (12 %) і торгівлю (8 %).

Вищенаведене свідчить про відмінності в мотивації внутрішніх і зовнішніх інвесторів, які працюють у Львівській області, та які є типовими для більшості українських регіонів.

Зовнішні інвестори орієнтуються на мінімізацію своїх витрат та максимізацію прибутків, а ринками збуту їхньої продукції є передусім європейські держави. Натомість вітчизняні інвестори працюють у галузях, які з погляду міжнародної конкуренції мають значно нижчу ефективність.

Наприклад, найбільшими внутрішніми інвесторами на Львівщині у 2005 р. були обласна дирекція ВАТ “Укртелеком”, Львівська залізниця, філія УМГ “Львівтрансгаз”, ГПУ “Львівгазвидобування”, магістральний нафтопровід “Дружба”. При цьому жодне з названих підприємств не фігурує у списку потужних інноваційних компаній, а також навряд чи входить до лідерів за впровадженням сучасних управлінських технологій у вітчизняному бізнесі.

З метою поліпшення структури внутрішніх інвестицій, орієнтації їх на високотехнологічне виробництво, на місцевому рівні належну увагу слід приділяти роботі з діючими та потенційними внутрішніми інвесторами. Адже останні, крім кращої можливості налагодження ділових комунікацій (хоча б з огляду на спільну територію проживання та мову спілкування), відзначаються ще й низкою інших “плюсів”: розумінням реалій вітчизняного бізнесу, економічного законодавства, довгостроковою перспективою своєї діяльності і навіть регіональним патріотизмом. Першочергова увага у цьому контексті має бути приділена тим додатковим джерелам внутрішніх інвестицій, які на сьогодні ще є малопомітними, або діють далеко не на повну потужність (рис. 7.7).

На перше місце у цьому переліку слід поставити джерела внутрішнього інвестування, пов’язані з максимальним розкриттям економічного потенціалу регіону (малий і середній бізнес, інвестиції з державного та місцевих бюджетів). Адже задеклароване новою владою зменшення фіскального тиску на підприємців автоматично означатиме зростання їхнього інтересу до реалізації інвестиційних проектів. При цьому, внаслідок об’єктивно невисокої поки що конкурентоспроможності на зовнішніх ринках такі інвестори вкладатимуть свої кошти насамперед у межах тих ринків, які їм добре знайомі: у своєму чи сусідньому регіоні.

У результаті розвитку місцевого підприємництва збільшаться доходи відповідних бюджетів, що у свою чергу розширить можливості як для місцевої влади, так і для інвестора.

Проте найбільше поле для діяльності в напрямі мобілізації внутрішніх інвестицій лежить у “невидимій” на сьогодні зоні.

Насамперед йдеться про залучення в інвестиційну сферу заробітків українських трудових мігрантів, легалізацію коштів, що працюють в “сірому” і “тіньовому” секторах економіки, а

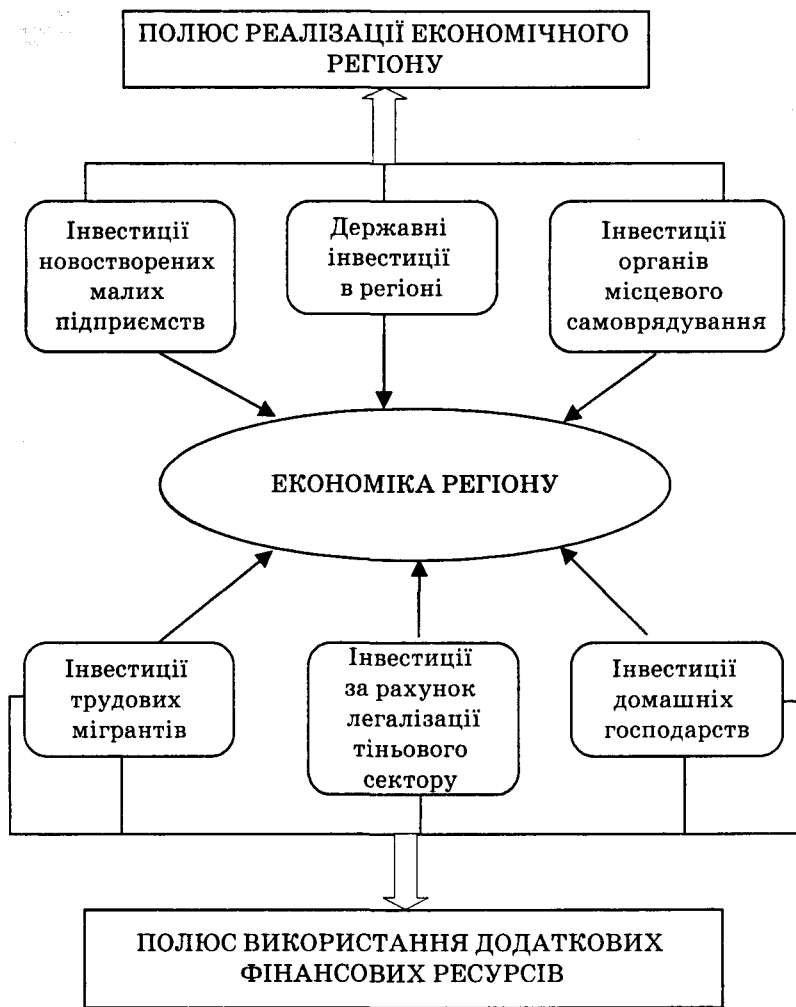


Рис. 7.7. Потенційні джерела внутрішніх інвестицій

також розширення можливостей до включення в економічну діяльність капіталу, акумульованого домашніми господарствами. Причому їхня здатність формувати інвестиційний ресурс безпосередньо залежить від здатності місцевої влади створити адекватну інфраструктуру та провести відповідну просвітницьку (чи навіть пропагандистську) роботу (рис. 7.8).



Рис. 7.8. Формування інвестиційного ресурсу на основі мобілізації додаткових внутрішніх ресурсів

Слід зазначити, що інтенсивність згаданих джерел внутрішніх інвестицій є різною у різних регіонах, особливо залежно від їх географічного розташування. Так, для типово індустріальних областей найбільш перспективною є робота щодо легалізації “тіньових” капіталів, у т. ч. зосереджених на рахунках в іноземних банках та в офшорних центрах окремими підприємствами-експортерами, які свого часу скористалися можливістю уникнення таким чином оподаткування.

У великих містах та регіонах з високою часткою підсобних та індивідуальних господарств, наприклад аграрних областях Центральної та Південної України, курортно-рекреаційних зонах Чорноморського узбережжя тощо, більшу увагу доцільно надавати залученню фінансового ресурсу домашніх господарств, який часто “розпорошується” на споживчі потреби або зберігається “під матрацом”.

Кошти трудових мігрантів є особливим випадком інвестиційного ресурсу домогосподарств, характерним для Західної та Центральної України, значна частина мешканців яких перебуває на заробітках за кордоном. Сьогодні феномен трудової міграції, який завдає економіці відповідних територій значної шкоди за рахунок “вимивання” найактивніших працівників і поглиблення демографічних проблем, жодним чином не компенсується, принаймні, через ефективне використання коштів заробітчан.

Водночас слід визнати, що внутрішні інвестиції, у тому числі й акумульовані за рахунок вищеописаних “нетрадиційних” джерел (заробітчани, “тіньовий” сектор і домашні господарства) мають не лише високий потенціал впливу на економічний розвиток територій, але також несуть низку ризиків, які місцева влада повинна вміти своєчасно ідентифікувати та запобігати їхньому переростанню у серйозні проблеми (рис. 7.9).

У першу чергу слід наголосити на тому, що основна маса внутрішніх інвестицій здійснюється на базі діючих виробничих технологій та управлінських схем. Відтак, існує загроза, що інвестиційний ресурс, який акумулюється вітчизняними підприємствами, значною мірою спрямовуватиметься на підтримання діючої інфраструктури, відтворення традиційних моделей управління, низького рівня інноваційності.

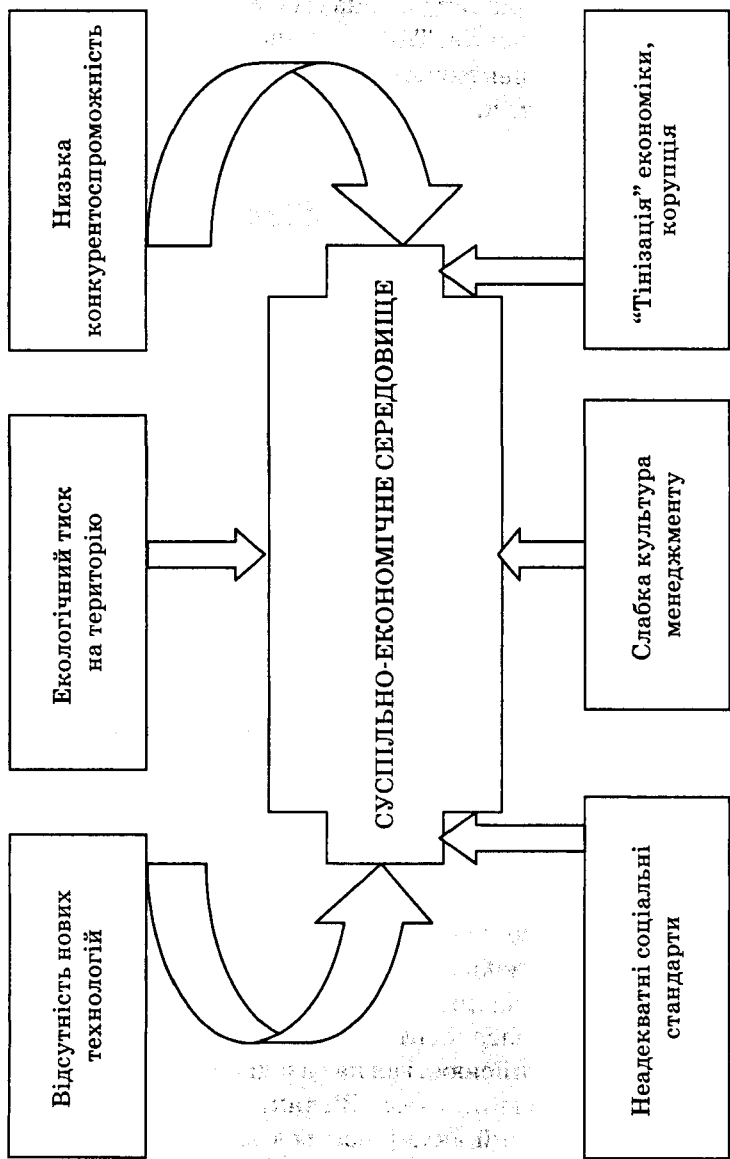


Рис. 7.9. Основні ризики внутрішнього інвестування з погляду суспільно-економічного розвитку регіонів

Все це може консервувати модель економічного розвитку регіону, з притаманними "гріхами": енергозатратністю, низькими екологічними стандартами, непрозорістю фінансових операцій. З іншого боку, такий розвиток подій не забезпечує подолання існуючих проблем, насамперед тіньової економіки та корупції, а також низької конкурентоспроможності продукції на зовнішніх ринках.

Проблеми інвестування у галузі електроніки

Уряд може забезпечити стає економічне зростання країни завдяки політиці підтримки залучення інвестицій у сфері високих технологій. Резерв екстенсивного зростання економіки України на основі радянських промислових потужностей не вдовзі буде вичерпано. До сфери високих технологій включають галузі і промисловості, і сфери послуг: радіо- та аудіоелектроніку, авіакосмічну галузь, біо- та нанотехнології, розробку програмного забезпечення та ін.

Результатом інвестиційної політики має стати модернізація "традиційної" індустрії, що визначатиме конкурентоспроможність країни, а також створення та розбудова галузей "нової економіки", що забезпечить стає зростання національної економіки в довгостроковій перспективі.

Позитивним результатом розвитку високотехнологічного виробництва є передача нових знань та інтелектуального капіталу в інші галузі економіки. Інноваційний розвиток сприятиме зростанню продуктивності, науково-технічній революції та структурній перебудові економіки.

На користь залучення інвестицій у галузі електроніки свідчать історичні переваги України і поточні тенденції розвитку світового ринку:

- **якісна система освіти та науково-дослідних інститутів.** Україна має розгалужену мережу шкіл, інститутів, університетів, що зумовлює її репутацію країни з населенням, яке має освіту, кращу за країни, що розвиваються. Нині близько 30 % студентів в Україні навчаються за спеціальностями "Інженерія" та "Математика і інформатика";

- **вдале географічне розташування.** Україна розміщується поряд з великими ринками ЄС і Росії, що робить економічно

привабливим повномасштабне виробництво й експорт електронної продукції в країні.

Перенесення частини виробництва в Україну та доступ до *П'ятого пан'європейського транспортного коридору (Венеція — Любляна — Будапешт — Ужгород — Львів — Київ)*, що дасть змогу міжнародним компаніям, які наразі мають виробничу базу в Китаї, зменшити час постачання продукції на європейський ринок у середньому на 20 днів;

- **наявність природних ресурсів, необхідних для розвитку мережі постачальників.** Україна має всі необхідні матеріали та сировину для започаткування повномасштабного виробництва в галузі електроніки: сталь (необхідно близько 500 тис. тонн на рік), сплави, хімічні речовини, електроенергію, воду та ін.;

- **світові лідери у сфері електроніки зацікавлені в інвестуванні в Україну.** Провідні промислові компанії у галузі електроніки мають наміри розвивати альтернативу Азії шляхом розвитку науково-дослідних інститутів і виробничих потужностей у Східній Європі та, зокрема, в Україні.

Наразі в Україні почали своє виробництво такі компанії, як “Джейбіл Сьоркіт” (Jabil Circuit) і “Флекстронікс” (Flextronics);

- **міжнародна інтеграція економіки країни.** Із залученням інвестицій провідних компаній у галузі електроніки в країну приходитимуть компанії-постачальники, що у свою чергу сприятиме ще більшій інтеграції України в міжнародну економіку;

- **нарощування експорту та диверсифікація його структури.** Зростання обсягів експорту високотехнологічної продукції сприятиме диверсифікації загальної структури експорту, в якому досі домінують товари з низьким ступенем обробки. Відбуватиметься створення доданої вартості в країні внаслідок збільшення обсягів переробки сировини місцевого походження;

- **розвиток освітніх закладів і науково-дослідних розробок.** Поліпшення рівня освіти відбуватиметься внаслідок збільшення попиту на неї з боку високотехнологічних компаній і створення спільних науково-освітньо-виробничих комплексів;

- **створення нових робочих місць.** Міжнародні компанії планують інвестувати кошти у виробництво комплексної екосистеми виробництва в галузі електроніки, що означатиме створення близько 50 тис. робочих місць в електронній промисловості.

Але, не дивлячись на всі переваги, в Україні немає стратегії підтримки залучення інвестицій у галузі високих технологій:

- не визначено пріоритетних секторів і сфер діяльності, що мають найбільший потенціал розвитку та потребують для цього державної підтримки;

- колишня політика стимулювання інвестицій була неефективною внаслідок суперечливих критеріїв, цілей і непослідовності у її впровадженні.

Невдачу української політики 1996—2005 рр. ми пояснюємо такими чинниками:

- відсутністю аналізу конкурентних переваг та економічного потенціалу різних сфер економіки та регіонів України. Відповідно розпорошеність державного фінансування науки між численними науково-дослідними інститутами та сферами економіки;

- гальмуванням розвитку вітчизняних виробників внаслідок суттєвого обмеження конкурентного тиску;

- відсутністю моніторингу результатів і наслідків політики стимулювання інвестицій;

- незабезпеченістю інфраструктурою для залучення інвестицій і трансферу нових знань в економіку (ідеться про транспортне сполучення, телекомунікації, інвестиції в науку й освіту).

У перерахунку на одну особу Україна залучила набагато менше іноземних інвестицій порівняно з іншими країнами Центральної та Східної Європи.

Інвестори, які експортують вироблену в Україні продукцію, вказують на такі проблеми впровадження бізнесу:

- високі ставки ввізного мита;
- складні митні процедури;
- відсутність бази постачальників;
- невідшкодування ПДВ.

7.7. ШЛЯХИ ТА ПРОБЛЕМИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ (на прикладі Western NIS Enterprise Fund)

Інтерес підприємців і підприємств України до іноземних інвестицій постійно зростає, як, між іншим, і інтерес іноземних інвесторів до України.

Інвестиційний процес у формі імпортування іноземного капіталу є одним із сучасних фінансових інструментів започаткування, розвитку та удосконалення ділової активності в усіх сферах людської діяльності, а також інтеграції тієї чи іншої країни у світову економіку. За отримання інвестицій змагаються великі і малі держави, їх регіони, окремі міста, територіальні громади і приватні особи, для їх залучення витрачаються значні інтелектуальні сили і кошти.

Безперечно, брати позики у національних інвесторів і повертати їх з прибутками було б набагато краще, однак за сьогоденних умов національний капітал потребує поповнення.

Брак вітчизняних джерел інвестування та кредитування потреб економіки перехідного періоду зумовлює необхідність залучення іноземних інвестицій у будь-якому вигляді позикового чи виробничого капіталу. Це основний шлях відродження життєздатності та відкриття нових підприємств, у тому числі й на Київщині. До того ж загальне зростання обсягу інвестицій в українську економіку та в окремі її регіони працює на позитивний імідж України.

Київщина є досить привабливим для інвесторів регіоном завдяки наближеності до столиці, зосередженості більшого капіталу та його економічній розвиненості. Якщо говорити про діяльність Western NIS Enterprise Fund (далі — Фонду) у Києві та Київській області, то сьогодні ним інвестовано кошти у 4 компанії регіону, надано кредитів і лізингів 48 підприємствам на загальну суму 2,3 млн дол. США.

До того ж відсутня постійна конкретна робота як на регіональному рівні, так і серед підприємств, спрямована на залучення іноземних інвестицій.

*Але, на превеликий жаль, поки (станом на 01.09.2006) українські підприємства здебільшого залишаються непри-
вабливими для інвестора, насамперед внаслідок нестабіль-
ності, відсутності цивілізованого законодавства, недоско-
налості податкової політики, невизначеності бюджетної
сфери.*

Потенційному інвестору не досить гарних пропозицій, які час від часу облдержадміністрації пропонують від імені підприємств іноземним візитерам на різноманітних зустрічах і переговорах. Його (потенційного інвестора) цікавить набагато ширше коло конкретних питань: економічна обґрунтованість проекту, рівень ризику, характеристика регіону, в якому працюватимуть інвестиції, люди, здатні взяти на себе відповідальність за їх використання, і багато іншого.

З чого ж потрібно починати керівникові, який хоче залучити інвестора на своє підприємство? Насамперед потрібно розробити стратегічний план розвитку, окресливши в ньому мету та вид діяльності, а також можливості підприємства для реалізації проекту. Слід передбачити величину попиту на продукцію, розробити стратегію її просування на ринку, визначити джерела залучення додаткового капіталу, з'ясувати, чи сприятиме нинішня форма організації підприємства залученню інвестицій.

Фонд вимагає від підприємства насамперед наявності *бізнес-плану* як свідчення серйозного ділового підходу до справи. Він має бути невеликим і охоплювати такі ланки: менеджмент, керівництво, виробництво, обсяги продажу, конкурентоспроможність виробника на обласному, національному та міжнародному ринках. До бізнес-плану потрібно додати характеристику та аналіз нинішнього фінансового стану підприємства, а також інвестиційні проекти.

У рамках програми венчурного капіталу Фонд здійснює прямі інвестиції в статутний фонд підприємств розміром від 1 млн до 7,5 млн дол. На сьогодні Фонд інвестував та зобов'язався інвестувати 65,5 млн дол. у 20 підприємств, 16 з яких розташовані в Україні.

Прямі інвестиції Фонду орієнтуються не на короткострокові прибутки чи дивіденди з акцій, а на середню довгострокову прибутковість фірм. Фонд вкладає кошти у такі фірми, які здатні

забезпечити зростання їх вартості (і, відповідно, вартості акцій Фонду) через 3—7 років на значну величину.

Для досягнення мети Фонд надає підприємству технічну допомогу у вигляді встановлення систем інформаційного менеджменту для підтримання українських і міжнародних стандартів бухгалтерського обліку. Чинна українська система бухгалтерського обліку орієнтована насамперед на підготовку та подання звітів до податкових органів. Натомість міжнародні стандарти бухгалтерського обліку спрямовані передусім на надання інформації, корисної для управління компанії.

За допомогою системи інформаційного менеджменту керівництво може контролювати графік погашення дебіторської заборгованості, управління обіговими коштами, складати чітку і своєчасну звітність про вироблену чи продану продукцію як за окремими групами товарів, так і загалом. Персонал підприємства, обізнаний з міжнародним бухгалтерським стандартом, є потенційно привабливішим для іноземного інвестора, який зможе легше оцінити стан підприємства, у яке він бажає вкласти гроші.

Фонд намагається докладати максимум зусиль для вдосконалення управління підприємствами, що входять до його портфеля. Зокрема, двічі на рік проводяться семінари для генеральних директорів підприємств, де відбувається інтенсивне навчання з питань корпоративних фінансів, міжнародних стандартів бухгалтерського обліку, маркетингу та стратегії управління. Такі семінари, окрім навчання, дають нагоду директорам познайомитися один з одним, обмінятися досвідом та думками, а інколи і налагодити взаємовигідне партнерство між підприємствами.

Фонд організовує спеціальні навчальні семінари і для керівників окремих структурних підрозділів підприємств. Для роботи з українськими партнерами Фонд залучає експертів із Заходу, переважно пенсіонерів, колишніх бізнесменів з багаторічним досвідом роботи у певній галузі виробництва.

Експерти працюють безпосередньо на підприємстві протягом двох — шести тижнів, розробляють рекомендації щодо налагодження ефективної роботи підприємства, надають консультації стосовно закупівлі обладнання тощо.

Нині пріоритетною сферою інвестування з боку Фонду є сільське господарство, харчова промисловість, виробництво бу-

дівельних матеріалів, виробництво автозапчастин та пакувальних матеріалів. Фонд вибрав ці галузі, спираючись на попередній аналіз конкурентних переваг українського ринку і можливостей національного виробництва, завдяки яким Україна матиме найкращі шанси у конкуренції із закордонною продукцією і виходу на міжнародні ринки.

Не менш важливою для нас є перспектива цих галузей у загальному зростанні економіки України. Адже цілком зрозуміло, що коли купівельна спроможність українця зростатиме, він, напевне, захоче поліпшити своє харчування, житло і побут. Тому харчова промисловість і виробництво будівельних матеріалів (особливо тих, які використовуються при спорудженні та ремонті житла) набуватимуть найвищих темпів зростання. Про це свідчить досвід інших країн регіону — Польщі, Чехії, Угорщини. Звичайно, Фонд не обмежуватиметься згаданими галузями і розглядатиме будь-який цікавий і прибутковий проект (крім торгівлі, виробництва зброї та алкогольних напоїв).

Дуже важливо, щоб іноземного інвестора і розуміли, і підтримували державні керівні органи. Адже вкладаючи гроші в українське виробництво, іноземний інвестор сприяє збільшенню обсягів української продукції, реалізація якої забезпечить працівникам заробітну плату, а місцевому та державному бюджетам — грошові надходження. Таким чином, гроші почнуть обертатися і працювати в економіці, сприяючи її розвитку, а відтак і добробуту людей.

Також потрібно зазначити, що проблема залучення іноземних інвестицій передбачає з'ясування питання про обсяг попиту на інвестиції всього, в тому числі на іноземні.

Попит на інвестиції необхідно розглядати як похідну від підприємства, тобто здатності населення створювати і управляти конкурентоспроможними підприємствами. В Україні підприємства починається переважно з торгівлі, прибутки від якої використовуються для підприємств попередніх стадій виробничого процесу.

Що стосується попиту на інвестиції, то їх загальний обсяг визначатиметься тим, що структурна революція вимагатиме повного оновлення засобів праці і застосування нових технологій.

Щодо політики залучення іноземних інвестицій, то існуючі спроби їх обчислення не відображають реальні потреби, тому що не прив'язуються до стратегії економічних перетворень. Можна зіслатися на розрахунки Мінекономіки, згідно з якими Україна потребує 40 млрд дол. прямих іноземних інвестицій. Згідно з інформаційною базою, створеною в Україні на основі опитування 2 тис. підприємств, потреба в інвестиціях становить (станом на 01.09.2006) більше як 50 млрд дол.

Розробка механізму залучення іноземних інвестицій має виходити з особливостей глобалізації економіки. Небажання західних компаній вкладати гроші у себе вдома пояснюється наявністю жорстких державних правил про зайнятість, великими виплатами з безробіття, високими виплатами працедавця в соціальні фонди, високим рівнем мінімальної заробітної плати та компенсації у разі звільнення. Закордонна активність фірм нині досить велика. Отже, механізм залучення іноземних інвестицій в Україну має усувати незадоволення іноземних фірм умовами своєї країни і мати додаткові переваги порівняно з країнами, які нині є реципієнтами закордонних інвестицій.

Чинником, що визначає залучення іноземних капіталів, є прискорення економічних реформ та активізація інвестиційної діяльності за рахунок внутрішніх джерел. У зв'язку з цим найголовнішою умовою є *лібералізація економіки*, яка, за оцінками Світового банку, забезпечує підвищення рівня ВВП на 21 %, дозволяє одержати прямі іноземні інвестиції в розмірі 1,8 % у той же рік і 6,8 % ВВП у довгостроковому періоді.

Отже, проведення реформи сприятиме залученню на перших порах до 17 млрд дол., а з часом — 63 млрд дол.

Повна лібералізація економіки має включати суттєве поліпшення міжнародного рейтингу та створення вільних економічних зон і єврорегіонів; приведення інвестиційного законодавства і механізму його реалізації у відповідність до кращих світових зразків; спрощення митних процедур і скасування віз для громадян розвинутих країн та бізнесменів, орієнтуючи їх на одержання доходів від підприємницької діяльності, а не від проміжних організаційних акцій; усунення ризику як для підприємців, так і для капіталовкладень.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. Мета і послідовність оцінки реальних інвестиційних проєктів.
2. Які принципи, методи та показники оцінки ефективності реальних інвестиційних проєктів?
3. Обґрунтування ставки дисконтування в інвестиційних розрахунках.
4. Обґрунтування вибору при реальних інвестиційних проєктах.

Термінологічний словник ключових понять теми

Програмовані рішення здійснюються за заздалегідь відомими алгоритмами і методиками.

Непрограмовані рішення вимагають індивідуального розгляду, аналізу і планування, створення окремої команди спеціалістів.

Внутрішній контроль — це організовуваний підприємством процес перевірки виконання і забезпечення реалізації всіх управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності з метою реалізації інвестиційної стратегії.

Прийняття інвестиційних рішень — це завершальна фаза спільної роботи інвесторів, менеджерів організацій (що розробляють і впроваджують інвестиційні проєкти), консультантів і експертів.

Інвестиційне планування — це процес розробки системи планів і нормативних показників із забезпечення розвитку підприємства необхідними інвестиційними ресурсами і підвищення ефективності його інвестиційної діяльності в майбутньому періоді.

Система прогнозування інвестиційної діяльності базується на основі основних принципів здійснення інвестиційної діяльності на підприємстві, які визначаються місією підприємства і менталітетом інвестиційної поведінки засновників і менеджерів.

Система оперативного планування інвестиційної діяльності — полягає в розробці короткострокових інвестиційних планів з інвестиційного забезпечення основних напрямів розвитку господарської діяльності підприємства.

Питання для підсумкового контролю знань

1. На яких принципах базується оцінка ефективності реальних інвестиційних проєктів?
2. Перелічіть основні методи оцінки ефективності реальних інвестиційних проєктів.
3. Назвіть основні показники оцінки ефективності реальних інвестиційних проєктів.

Тести

1. Назвіть вид інвестицій, що розширюють виробничі потужності, номенклатуру виробленої продукції і послуг, які збільшують активи компанії:
 - а) прямі інвестиції;
 - б) фінансові інвестиції;
 - в) нематеріальні інвестиції.
2. Які інвестиційні рішення за масштабом і характером впливу на компанію істотно впливають на ринковий стан і структуру компанії і потребують значних обсягів фінансових ресурсів:
 - а) стратегічні інвестиційні рішення;
 - б) тактичні інвестиційні рішення;
 - в) оперативні інвестиційні рішення?

3. Назвіть інвестиційні рішення, спрямовані на вирішення поточних завдань, часовий період основної частини яких становить до 1 року:

- а) стратегічні;
- б) тактичні;
- в) оперативні.

4. До яких показників оцінки ефективності реальних інвестицій належать показники, які застосовуються при реалізації великих довгострокових проектів:

- а) статистичні (бухгалтерські);
- б) дисконтні?

5. Стадія життєвого циклу інвестиційного процесу, на якій підприємство починає диктувати свої ціни на продукцію, називається:

- а) “підліткова фаза”;
- б) “зрілість”;
- в) спад або інше народження;
- г) “юність”.

6. Стадія життєвого циклу інвестиційного проекту, що характеризується більшими витратами власних коштів, можливо притягнутих і запозичених, називається:

- а) народження проекту;
- б) “юність”;
- г) “зрілість”;
- д) спад або інше народження.

7. Стадія життєвого циклу інвестиційного проекту, у якій добре диверсифікований великий інвестиційний портфель, виплачуються солідні дивіденди, однак немає потреби в більших інвестиціях, називається:

- а) “зрілість”;
- б) “вікова фаза”;
- в) спад або інше народження;
- г) “юність”;
- д) народження проекту.

8. Спосіб вторинного одержання доходів шляхом вкладення в цінні папери прибутку, отриманого від первинних інвестицій у підприємство, це:

- а) трастинг;
- б) корпоратизація;
- в) акціонування;
- г) фрайчайзинг;

9. Форма кредитування експортера банком або іншим фінансово-кредитним закладом шляхом придбання боргових зобов'язань з певним дисконтом:

- а) фінансування фортфейтингом;
- б) боргове фінансування;
- в) державне кредитування;
- г) фінансування на консорціумних умовах;
- д) реалізація стратегічного альянсу.

10. Форма кредитування експортера банком або іншим фінансово-кредитним закладом шляхом придбання боргових зобов'язань із певним дисконтом:

- а) фінансування фортфейтингом;
- б) боргове фінансування;
- в) державне кредитування;
- г) фінансування на консорціумних умовах;
- д) реалізація стратегічного альянсу.

Тема 8

ТЕОРІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ

- 8.1. *Ринок цінних паперів. Структура та учасники ринку цінних паперів.*
- 8.2. *Формування портфеля цінних паперів.*
- 8.3. *Похідні цінні папери (деривативи), їх види і характеристика.*
- 8.4. *Оцінка ефективності вкладення інвестицій у різні види цінних паперів.*
- 8.5. *Аналіз і коректування відсоткових ставок.*
- 8.6. *Ринкова вартість цінних паперів.*

Будь-яке явище, пов'язане з попередніми на основі того очевидного принципу, що будь-яке явище не може виникнути без формуючої його причини. Ця аксіома, відома під назвою принципу достатньої основи, розповсюджується навіть на дії, які вважаються незалежними.

Лаплас П'єр-Сімон

РЕЗЮМЕ

Ринок володіє ціною ефективністю, якщо в будь-який момент часу ціни повністю відображають всю доступну інформацію, що стосується оцінки цінних паперів. На такому ринку стратегії, які намагаються подолати узагальнений індекс фондового ринку, не будуть постійно давати підвищену дохідність із врахуванням ризику та за вирахуванням операційних витрат. Ступінь ефективності інвестицій вимірюється перевищенням дохідності, що становить різницю очікуваної та реалізованої дохідностей. Є три форми цінової ефективності згідно з тим, що вкладається в поняття ціни "пула інформації":

1) слабка форма; 2) півсильна форма; 3) сильна форма.

У той час як слабка форма висвітлюється в більшості досліджень, деякі емпіричні висновки, які торкаються переважно технічної стратегії й можливості ідентифікації поверх реакції ринку, дозволяють вважати, що повне висвітлення слабкої форми ефективності є передчасним. Підтвердження існування півсильної форми суперечливі, оскільки спостерігаються зони неефективності.

Для нейтралізації реакції на економічні новини, які, як очікується, можуть змінити вартість активів, інвестори можуть використовувати ф'ючерсний або спотовий ринок. Ф'ючерсний ринок — це альтернативний ринок для зміни позицій за активами, оскільки витрати за угодами тут є нижчими, а швидкість, з якою виконуються заявки, вищі, ніж на спотовому ринку.

8.1. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ. СТРУКТУРА ТА УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Цінні папери (ЦП) виконують свої функції не лише при їх випуску і продажу, але і в процесі вільного обігу на ринку. Ринок ЦП є тією частиною фінансового ринку, яка охоплює як кредитні відносини, так і відносини співволодіння.

Схему ринку ЦП можна подати у такому вигляді:

- 1) *первинний ринок*: емітент — інвестор — дивіденди;
- 2) *вторинний ринок*: інвестор (новий власник акцій) — посередник — власник капіталу — посередник — портфельний інвестор — фінансовий посередник (дилер) — населення.

Випуску ЦП передують велика робота з аналізу масштабів і методів розміщення ЦП, що проводиться компанією. На основі цих даних складається емісійний проспект, який перевіряється і візується комісією з ЦП. Інвестор, що вирішив придбати акції тієї чи іншої компанії, повинен уважно вивчити і проаналізувати діяльність такого акціонерного товариства (АТ) на основі його фінансової звітності і становища, яке воно займає в галузі своєї діяльності.

На *вторинному ринку ЦП* продаються і купуються раніше випущені ЦП, тобто відбувається зміна власників ЦП. Цей ринок з погляду його організації поділяється на *централізований (фондова біржа), децентралізований*.

Фондова біржа — це підприємство і відносно відокремлений ринок ЦП. До цього ринку належать акціонерні товариства, засновниками яких можуть бути торговці ЦП (не менше 20 осіб), які мають дозвіл на проведення комерційної і комісійної діяльності з ЦП.

Основним завданням фондової біржі є організація біржових операцій на необхідному рівні. Для виконання цього завдання спеціалісти фондової біржі повинні регулярно вивчати й аналізувати інформацію про стан ринку ЦП.

Фондова біржа здійснює цілу низку операцій, серед яких основними є прийняття ЦП, оформлення угод про їх купівлю-

продаж, виконання взаєморозрахунків всередині біржі, проведення валютних аукціонів тощо.

Децентралізований (позабіржовий, телефонний) ринок — це ринок, на якому обертаються ЦП, не допущені до обороту на фондовій біржі (але можуть обертатись і допущені). Він має перевагу в Україні над фондовою біржею. Цей ринок складається з великої кількості брокерсько-дилерських фірм, які здійснюють зв'язок між собою по телефону.

Залежно від періодів, на які залучаються тимчасово вільні грошові кошти, ринок ЦП можна класифікувати як *грошовий ринок (до 1 року), ринок капіталів*.

Залежно від території, на якій обертаються ЦП, виділяють регіональні, національні і світові ринки ЦП.

Інфраструктура фондового ринку має 3 складові: регулююча, функціональна, інформаційна.

Регулююча складова інфраструктури фондового ринку — це правове і нормативне забезпечення (Закон про ЦП та фондовий ринок); Закон про державні органи, що регулюють ринок ЦП: Державна комісія з ЦП і фондового ринку; Фонд держмайна, Мінфін, НБУ, Антимонопольний комітет).

Саморегулюючі організації — це організації-професіонали, які об'єднуються за видами діяльності і можуть входити до складу інших саморегулювальних організацій згідно зі своїми функціями.

До саморегулювальних організацій належать:

- Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв;
- асоціація Позабіржова фондова торгова система;
- Українська асоціація інвестиційного бізнесу;
- Південно-Українська торгова інформаційна система;
- АТ “Київська міжнародна фондова біржа”;
- ЗАТ “Українська фондова біржа”;
- ЗАТ “Придніпровська фондова біржа”;
- ЗАТ “Донецька фондова біржа”;
- ЗАТ “Кримська фондова біржа”;
- асоціація учасників фондового ринку.

Функціональна складова забезпечує вільний рух ЦП і ліквідність фондового ринку. До її складу входять:

1) фондова біржа (фондові відділення валютних і товарних бірж);

2) інвестиційні інститути (інвестиційні компанії, фонди, інвестиційний консультант, фінансовий брокер);

3) реєстратори;

4) депозитарії;

5) брокерсько-дилерські контори;

6) розрахунково-клірингові палати;

7) аудиторська мережа ринку ЦП.

Інформаційна складова включає сукупність фондової інформації, професійно займається збором, обробкою і наданням інформації, має ділові видавництва. До *інформаційної складової* належать:

а) спеціалізована преса;

б) рейтингові системи і рейтингові фірми;

в) наука і організація наукового обслуговування;

г) автоматизована система торгівлі ЦП;

д) виробництво бланків і виробництво спеціалізованого обладнання та засобів оргтехніки.

Учасники ринку ЦП: емітенти, інвестори, інвестиційні інститути.

Емітенти — це юридичні особи, державні органи, місцева адміністрація, підприємства, банки та інші юридичні особи, зареєстровані на території України, що випускають ЦП і несуть від свого імені зобов'язання перед власниками паперів.

Інвестори — фізичні або юридичні особи, які придбавають ЦП від свого імені і за свій рахунок.

Інвестиційні інститути — це юридичні особи, які створюються відповідно до Закону про підприємства і підприємницьку діяльність, засновниками яких можуть бути українські та іноземні громадяни і юридичні особи. Ці інститути можуть виконувати функції фінансового брокера, інвестиційного консультанта, інвестиційної компанії та інвестиційного фонду.

Інструменти ринку цінних паперів — це різні форми фінансових зобов'язань (для короткострокового і довгострокового інвестування), торгівля якими здійснюється на ринку цінних паперів. *Інструменти ринку цінних паперів можуть бути:*

- основними — акції й облігації;

- похідними — коносамент, сертифікати, чеки, опціони, ф'ючерси, векселі та ін.

Основні цінні папери — це цінні папери, в основі яких лежать майнові права на який-небудь актив (товар, гроші, капітал, майно, ресурси і т. ін.).

Основні цінні папери поділяються на *первинні* і *вторинні*:

- первинні цінні папери — засновані на активах, у число яких не входять самі цінні папери. Це акції, облігації, векселі, банківські сертифікати, чеки, заставні, коносаменти і т. ін.;

- вторинні цінні папери — випускаються на основі первинних цінних паперів, тобто це цінні папери на самі цінні папери. До них належать, варранти на цінні папери, депозитарні розписки і т. ін.

Акція — це цінний папір, що засвідчує право її власника на частку у власності акціонерного товариства, на одержання доходу від його діяльності і, як правило, на участь у керуванні цим товариством.

Засоби, виручені акціонерним товариством від продажу акцій, є *джерелом формування виробничих і невиробничих основних і оборотних коштів*. На відміну від облігацій акції не є борговим зобов'язанням акціонерного товариства. Гроші, що надійшли від продажу акцій, представляють власність акціонерного товариства і їх не потрібно повертати власникам акцій.

Акція є засобом для швидкого міжгалузевого переливання капіталів, залучення коштів громадян та інституціональних інвесторів в економіку країни.

Є *різні види акцій*: іменні і на пред'явника, привілейовані і звичайні і т. ін.

Обіг іменної акції фіксується у книзі реєстрації акцій, що ведеться товариством. До неї має бути внесено відомості про кожну іменну акцію, включаючи відомості про власника, час придбання акції, а також кількість таких акцій у кожного з акціонерів. За акціями на пред'явника у книзі реєструється їх загальна кількість.

Привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством, якщо інше не передбачено його статутом. Привілейовані акції можуть випускатися з фіксованим відсотком до їх номінальної вартості, щорічно виплачуваним дивідендом.

Виплата дивідендів за акціями проводиться у розмірі, зазначеному в акції, незалежно від розміру одержаного товариством прибутку у відповідному році. У тому разі коли прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів за привілейованими акціями проводиться за рахунок резервного фонду. Якщо розмір дивідендів, що виплачуються акціонерам за простими акціями, перевищує розмір дивідендів за привілейованими акціями, власникам останніх може проводитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує 10 % статутного фонду акціонерного товариства. Порядок здійснення переважного права на одержання дивідендів визначається статутом акціонерного товариства.

Власник акції має право на частину прибутку акціонерного товариства (дивіденди), на участь в управлінні товариством (крім власника привілейованої акції), а також інші права, передбачені Законом України "Про акціонерні товариства", іншими законодавчими актами України, а також статутом акціонерного товариства.

Акція є неподільною. У разі коли одна і та ж акція належить кільком особам, усі вони визнаються одним власником акції і можуть здійснювати свої права через одного з них або через спільного представника.

Випуск акцій акціонерним товариством здійснюється у розмірі його статутного фонду або на всю вартість майна державного підприємства (у разі перетворення його в акціонерне товариство). Додатковий випуск акцій можливий у тому разі, коли попередні випуски акцій були зареєстровані і всі раніше випущені акції повністю оплачені за вартістю, не нижче номінальної. Забороняється випуск акцій для покриття збитків, пов'язаних із господарською діяльністю акціонерного товариства.

Дивіденди за акціями виплачуються один раз на рік за підсумками календарного року в порядку, передбаченому статутом акціонерного товариства, за рахунок прибутку, що залишається після перерозподілу і всіх виплат.

8.2. ФОРМУВАННЯ ПОРТФЕЛЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Сукупність цінних паперів інших підприємств, якими володіє інвестор, називають *портфелем цінних паперів*. Він містить цінні папери з різним ступенем забезпечення і ризику, а також папери з фіксованим гарантованим доходом (з мінімальним ризиком втрат за основною сумою і поточним надходженням).

У широкому розумінні *портфель цінних паперів* включає *довгострокові* і *короткострокові* цінні папери. Належність їх до тієї чи іншої групи визначається планами чи зобов'язаннями з використання цінних паперів.

Якщо цінні папери купуються з метою їхнього використання протягом року і більше, то вони належать до *довгострокових цінних паперів*.

Якщо цінні папери мають бути погашені в поточному році (облігації, власні акції) чи підприємство планує їх продати протягом року, то вони належать до *короткострокових фінансових вкладень* (оборотних активів).

Основне завдання портфельного інвестування полягає в поліпшенні умов інвестування, недосяжних з позиції окремо взятого цінного папера і можливих тільки при їхній комбінації.

Структура великих портфельів відображає визначене поєднання інтересів інвестора, а також консолідує ризики за окремими видами цінних паперів.

При вкладенні коштів у короткострокові і довгострокові цінні папери інших емітентів і держави у підприємства виникає необхідність управління портфелем з метою підвищення його прибутковості, ліквідності і мінімізації ризику.

Успішно здійснити управління можна за допомогою *диверсифікованості паперів, що входять до портфеля цінних паперів*.

Управління портфелем цінних паперів припускає:

- визначення завдань, що стоять перед портфелем у цілому;
- розробку і реалізацію інвестиційної стратегії.

Залежно від характеристики завдань, що стоять перед портфелем цінних паперів, їх поділяють на такі типи:

- 1) портфелі зростання;
- 2) портфелі доходу;
- 3) портфелі зростання і доходу;
- 4) спеціалізовані портфелі.

Тип портфеля цінних паперів характеризує в основному співвідношення доходу і ризику.

Портфелі зростання орієнтовані на акції, що зростуть на фондовому ринку за курсовою вартістю. Мета таких портфелів — збільшення капіталу інвесторів. Дивіденди їхнім власникам виплачуються в невеликому розмірі або не виплачуються зовсім протягом періоду інтенсивного інвестування.

Залежно від темпів зростання курсової вартості портфелі зростання поділяються:

- на портфелі агресивного зростання;
- портфелі консервативного зростання;
- портфелі середнього зростання.

Портфелі агресивного зростання націлені на максимальний приріст капіталу. Вони включають акції в основному молодих, швидкозростаючих компаній. Інвестиції в цей тип портфеля є досить ризикованими, але можуть приносити і дуже високий дохід.

Портфелі консервативного зростання є найменш ризикованими серед портфелів зростання. Вони складаються, як правило, з акцій великих, добре розвинутих компаній. Темпи зростання курсової вартості невисокі, але стійкі. Ці портфелі націлені на збереження капіталу.

Портфелі середнього зростання включають поряд з надійними цінними паперами і ризиковані папери. Приріст капіталу в них — середній, ступінь ризику — помірний.

Портфелі доходу орієнтовані на одержання високих поточних доходів — відсоткових і дивідендних виплат. Ці портфелі складаються з акцій з помірним зростанням курсової вартості і високих дивідендів, облігацій та інших цінних паперів з високими поточними виплатами, які відносно стабільно виплачують дохідність відносно курсової вартості цінних паперів у цілому й, як правило, вищі від середньогалузевого рівня.

До *портфелів доходу* належать:

- портфелі регулярного доходу;
- портфелі дохідних паперів.

Портфелі регулярного доходу складаються як високонадійні цінні папери і приносять середній дохід при мінімальному рівні ризику.

Портфелі дохідних паперів формуються з високоприбуткових облігацій корпорацій і цінних паперів, що приносять високий дохід.

Портфелі зростання і доходу формуються для зменшення можливих втрат як від падіння курсової вартості, так і низьких дивідендних та відсоткових виплат. Одна частина фінансових активів, що входять до складу такого портфеля, приносить його власнику приріст капіталу, інша — дохід. Так, зменшення приросту може компенсуватися збільшенням доходу, і навпаки, збільшення приросту може компенсуватися зменшенням доходу.

До *портфелів зростання і доходу* належать:

- збалансовані портфелі;
- портфелі подвійного підпорядкування.

Збалансовані портфелі припускають збалансованість доходу і ризику. Вони складаються з цінних паперів із швидкозростаючою курсовою вартістю і високоприбутковими цінними паперами. Як правило, вони містять звичайні і привілейовані акції, а також облігації. У такому портфелі можуть знаходитися і високоризикові цінні папери агресивних компаній, однак одержання високого доходу і фінансових ризиків є збалансованими.

Портфелі подвійного підпорядкування приносять його власникам високий дохід при зростанні вкладеного капіталу. Містять цінні папери інвестиційних фондів подвійного призначення, що випускають акції, які приносять високий дохід і забезпечують приріст капіталу.

У спеціалізованих портфелях цінні папери поєднуються за такими приватними критеріями, як, наприклад, вид цінних паперів; рівень їхнього ризику; галузева, регіональна приналежність та ін.

До *спеціалізованих портфелів* належать:

- портфелі стабільного капіталу і доходу;
- портфелі короткострокових фондових цінностей;

- портфелі довгострокових цінних паперів з фіксованим доходом;

- регіональні портфелі;
- портфелі іноземних цінних паперів.

Портфелі стабільного капіталу і доходу включають, як правило, короткострокові і середньострокові депозитні сертифікати комерційних банків.

Портфелі короткострокових фондovих цінностей включають державні короткострокові облігації (ДКО), муніципальні короткострокові облігації (МКО), векселі та інші цінні папери.

Портфелі довгострокових цінних паперів з фіксованим доходом включають облігації акціонерних компаній і держави.

Регіональні портфелі складаються з муніципальних облігацій. Власник може змінювати тип портфеля залежно від кон'юнктури фондового ринку і стратегічних цілей інвестора.

Основні принципи формування інвестиційного портфеля такі: безпека, прибутковість, ліквідність вкладень, а також їхнє зростання.

Під *безпекою інвестицій* розуміється страхування від можливих ризиків і стабільність одержання доходу. Безпека досягається шляхом прибутковості і зростання вкладень.

Під *ліквідністю інвестицій* розуміється здатність фінансового активу швидко перетворюватися в гроші для придбання нерухомості, товарів, послуг. Жодний інвестиційний цінний папір не має всіх перерахованих властивостей. Якщо він надійний, то його прибутковість буде низькою, тому що покупці надійних цінних паперів будуть пропонувати за них реальну ціну.

Головною метою інвестора на ринку цінних паперів є досягнення оптимального співвідношення між ризиком і доходом. Фондовий портфель є оптимальним тоді, коли ризик мінімальний, а дохід від вкладень максимальний.

Управління фондовим портфелем включає:

- 1) формування й аналіз його складу і структури;
- 2) регулювання його змісту для досягнення поставлених перед портфелем цілей при збереженні необхідного рівня і мінімізації пов'язаних з ним витрат.

Цілями управління портфелем можуть бути:

- збільшення капіталу щодо цінних паперів зі зростаючою курсовою вартістю;

- придбання цінних паперів, що, за умовами звернення, можуть бути замінені готівкою (векселем);
- доступ через придбання цінних паперів до дефіцитної продукції, майнові і немайнові права;
- розширення сфери впливу власності, створення холдингових компаній, фінансово-промислових груп та інших підприємницьких структур;
- “спекулятивна гра” на коливаннях курсів в умовах нестабільності фондового ринку;
- зондування ринку, страхування від зайвих ризиків шляхом придбання державних короткострокових облігацій із гарантованим доходом і т. ін.

У процесі інвестиційної діяльності мета вкладника може змінюватися, що приводить до зміни складу портфеля. Відновлення портфеля зводиться до перегляду співвідношення між прибутковістю і ризиком цінних паперів, що входять до нього. За результатами аналізу приймається рішення про продаж визначених видів цінностей.

Інвестиційний цінний папір продається, якщо:

- 1) об'єкт вкладення не приніс необхідного інвестору доходу, його зростання не очікується в майбутньому;
- 2) об'єкт вкладення не виконав покладену на нього функцію;
- 3) з'явилися більш дохідні сфери вкладення власних коштів.

При покупці цінних паперів (акцій та облігацій) одного емітента інвестору необхідно виходити з принципу фінансового левериджу.

Фінансовий леверидж (ФЛ) — це співвідношення між облігаціями і привілейованими акціями (префакціями), з одного боку, і звичайними акціями — з іншого:

$$\text{ФЛ} = (\text{Облігації} + \text{Префакції}) : \text{Звичайні акції}. \quad (8.1)$$

Фінансовий леверидж є показником фінансової стійкості акціонерного товариства, що відображається і на прибутковості портфельних інвестицій. Високий рівень цього показника (більше 0,5) небезпечний для акціонерної компанії, тому що призводить її до нестабільності.

Для зниження ризику втрат інвестора застосовується *диверсифікованість портфеля*, тобто придбання ним різних типів цінних паперів.

Диверсифікованість знижує ризик за рахунок того, що можливі низькі доходи за одними цінними паперами будуть компенсовані високими доходами за іншими фондовими цінностями.

Мінімізація ризику досягається за рахунок того, що до фондового портфеля включаються цінні папери різних галузей господарства.

Окремі фахівці оцінюють оптимальну величину фондового портфеля від 8 до 15 видів різних цінних паперів. При більшій кількості типів цінних паперів фондовий портфель стає *важкокерованим*.

Методам розрахунку оптимального розподілу фондових інвестицій присвячено чимало досліджень, названих *теорією портфеля*.

На практиці застосовуються два способи управління портфелем цінних паперів акціонерного товариства — *самостійний і трастовий (довірчий)*.

Як довірена особа (трасту) можуть виступати комерційні банки (їх трастові відділи); трастові компанії, створювані банками; інвестиційні банки і фонди.

Кошти, отримані підприємствами з фондового ринку, використовуються на такі цілі:

1) кошти, отримані від первинного випуску акцій, спрямовуються на формування статутного капіталу, передбаченого установчими документами акціонерного товариства;

2) кошти, що надійшли від додаткової емісії акцій, спрямовуються на збільшення статутного капіталу, передбаченого установчими документами;

3) кошти, виручені від продажу корпоративних облігацій, можуть бути спрямовані на фінансування реальних активів, нематеріальних активів, а також на придбання високоприбуткових цінних паперів інших емітентів;

4) державні короткострокові облігації служать платіжним засобом у взаєминах із партнерами, а також джерелом одержання додаткового доходу;

5) доходи за депозитними рахунками і облігаційними пози-
ками можуть бути спрямовані на поповнення оборотного капі-
талу (придбання товарно-матеріальних цінностей);

6) емісійний дохід суспільства слугує джерелом формуван-
ня додаткового капіталу (поряд з дооцінкою основних засобів).

Отже, кошти, отримані підприємствами із фондового ринку,
підвищують їхню фінансову стійкість, поліпшують ліквідність
балансу і платоспроможність суб'єктів господарювання.

8.3. ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ (ДЕРИВАТИВИ), ЇХ ВИДИ І ХАРАКТЕРИСТИКА

Дериватив — стандартний документ, що засвідчує право та/
або зобов'язання придбати або продати цінні папери, матеріальні
або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним
умовах у майбутньому. Стандартна (типова) форма деривативів
і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством.

До деривативів належать.

1. *Форвардний контракт* — стандартний документ, який
засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) цінні папери,
товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у
майбутньому, з фіксацією цін такого продажу під час укладен-
ня такого форвардного контракту. При цьому будь-яка сторона
форвардного контракту має право відмовитися від його виконан-
ня виключно за наявності згоди іншої сторони контракту або у
випадках, визначених цивільним законодавством.

Претензії щодо невиконання або неналежного виконання
форвардного контракту можуть пред'являтися виключно емі-
тенту такого форвардного контракту.

Продавець форвардного контракту не може передати (про-
дати) зобов'язання за цим контрактом іншим особам без згоди
покупця форвардного контракту. Покупець форвардного кон-
тракту має право без погодження з іншою стороною контракту в
будь-який момент до закінчення строку дії (ліквідації) форвар-
дного контракту продати такий контракт будь-якій іншій особі,
включаючи продавця такого форвардного контракту.

2. Ф'ючерний контракт — стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту.

При цьому будь-яка сторона ф'ючерного контракту має право відмовитися від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони контракту або у випадках, визначених цивільним законодавством.

Покупець ф'ючерного контракту має право продати такий контракт протягом строку його дії іншим особам без погодження умов такого продажу з продавцем контракту.

3. Опціон — стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) цінні папери (товари, кошти) на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на час укладення такого опціону або на час такого придбання за рішенням сторін контракту.

Перший продавець опціону (емітент) несе безумовне та безвідкличне зобов'язання щодо продажу цінних паперів (товарів, коштів) на умовах укладеного опціонного контракту.

Будь-який покупець опціону має право відмовитися у будь-який момент від придбання таких цінних паперів (товарів, коштів). Претензії стосовно неналежного виконання або невиконання зобов'язань опціонного контракту можуть пред'являтися виключно емітенту опціону. Опціон може бути проданий без обмежень іншим особам протягом строку його дії.

Відповідно до виду цінностей *деривативи поділяються*:

- на *фондовий дериватив* — стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити цінний папір на обумовлених умовах у майбутньому;

- *валютний дериватив* — стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити валютну цінність на обумовлених умовах у майбутньому;

- *товарний дериватив* — стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити біржовий товар (крім цінних паперів) на обумовлених стандартних умовах у майбутньому.

8.4. ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ВКЛАДЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ У РІЗНІ ВИДИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Ефективність інвестицій в акції можна оцінити за формулою

$$НД_{aT} = \frac{(C_{\text{пр}(1+T)} + D_t) \cdot a_t - C_{\text{пок}_t}}{C_{\text{пок}_t}}, \quad (8.2)$$

де $НД_{aT}$ — норма доходу інвестицій в акції за період T володіння ними;

$C_{\text{пок}_t}$ — ціна покупки акцій у момент t ;

$C_{\text{пр}(1+T)}$ — ціна продажу акцій через час T ;

D_t — сума дивідендів, отриманих за час T , приведена до часу t ;

a_t — коефіцієнт приведення (дисконтування).

При оцінюванні ефективності інвестицій в акції вітчизняних підприємств варто враховувати, що більшість із них фактично не котирується на ринку, тому замість ринкових цін часто використовується *номінальна вартість акції*.

Якщо інвестиції здійснюються на задалегідь невизначений час, то майбутній грошовий потік формується за рахунок очікуваних дивідендів. Залежно від умов обертання акцій, стадії життєвого циклу компанії-емітента, розробленої дивідендної політики величина дивідендів у майбутньому періоді може змінюватися. Стабільні дивідендні виплати передбачають *привілейовані акції*.

Звичайні акції можуть передбачати різні схеми виплати дивідендів: стабільний, постійно зростаючий, непостійний рівень виплат.

У випадку неефективної діяльності виплата дивідендів за звичайними акціями може не відбуватися. Тому для визначення норми доходу (*ефективності інвестицій*) за звичайними акціями необхідні для прогнозування загальноекономічних тенденцій розвитку ринку.

Стабільно працюючі підприємства, що мають вільні кошти, зацікавлені в їхньому інвестуванні в надійні цінні папери. Таку можливість надає ринок облігацій: державних і корпоративних.

Для інвестора принциповими з погляду цілей інвестування є такі види облигацій:

1) *безкупонні облигації*, тобто без виплати відсотків. Дохід інвестора забезпечується різницею між оголошеною викупною ціною (номінальною вартістю облигації) і ціною придбання;

2) *облигації з похідним купонним відсотком*, що повідомляється перед початком чергового купонного періоду і погашення наприкінці передбаченого строку;

3) облигації з виплатою всієї суми відсотків при погашенні наприкінці передбаченого періоду її звернення.

Для безкупонних облигацій можливий розрахунок таких показників ефективності.

1. *Очікувана норма доходу інвестицій в облигації за весь період до погашення.* При цьому оцінювання здійснюється за формулою з урахуванням тієї обставини, що реальна вартість облигації і є її номінальною вартістю, а інвестор витрачає у момент придбання кошти, менші від номінальної вартості облигації. Розрахунок можна провести так:

$$НД_{\text{обл}} = \frac{100 - Ц_{\text{пок}}}{Ц_{\text{пок}}} \cdot 100, \quad (8.3)$$

де $НД_{\text{обл}}$ — норма доходу інвестицій у безкупонні облигації, у %; $Ц_{\text{пок}}$ — ціна покупки облигації у відсотках до її номінальної вартості.

2. *Номінальна прибутковість до погашення (yield to maturity, YTM)*, що розраховується для безкупонних облигацій за формулою простих відсотків на поточну дату покупки ($t_{\text{пок}}$):

$$YTM = \frac{100 - Ц_{\text{покт}_{gr}}}{Ц_{\text{покт}_{gr}}} \cdot \frac{365}{T - t_{\text{пок}}} \cdot 100, \quad (8.4)$$

де $Ц_{\text{покт}_{gr}}$ — поточна ціна покупки облигації, у % до її номінальної вартості в момент часу покупки $t_{\text{пок}}$;

$T - t_{\text{пок}}$ — час до погашення облигації з часу покупки облигації, у днях.

YTM (котирування) видаються емітентом облигацій з метою підвищення ефективності розташування і використовуються як інформація для прийняття рішень з їх придбання. Однак такі рішення на основі *YTM* інвестор може приймати тільки для короткострокових інвестицій за умови володіння облигаціями до часу їх погашення.

3. *Ефективна прибутковість* — норма прибутковості облігацій за календарний рік, що розраховується за формулою складних відсотків

$$НП_{обл_p} = \left(\left(\frac{НП_{обл} + 1}{100} \right)^{t \cdot T} - 1 \right) \cdot 100, \quad (8.5)$$

де $НП_{обл_p}$ — норма прибутковості облігацій з розрахунку за календарний рік (ефективна прибутковість), у % річних;

$НП_{обл}$ — норма прибутковості облігацій за весь термін до погашення T ;

T — кількість днів (років) до погашення облігації;

t — кількість днів у році (при розрахунку в річній розмірності, приймається рівним 1).

4. *Прибутковість облігацій зі змінним купонним відсотком*, до яких в Україні належать насамперед облігації позики і облігації державної ощадної позики, визначається у складі тих же показників:

а) очікувана норма доходу:

$$НП_{обл}^к = \frac{K_p}{Ц_{пок}} \cdot 100, \quad (8.6)$$

де K_p — купонний платіж у відсотках до номінальної ціни облігації;

б) номінальна прибутковість до погашення:

$$УТМ^к = \frac{100 + K_{t_n} - Ц_{пок t_{gjr}}}{Ц_{пок t_{gjr}}} \cdot \frac{365}{t_n - t_{пок}} \cdot 100, \quad (8.7)$$

де K_{t_n} — черговий купонний платіж, здійснюваний у момент часу t_n , у % до номінальної ціни облігації.

Якщо інвестор орієнтований на тримання купонної облігації до погашення (*довгостроковий інвестор*), то для визначення ефективності інвестицій можливий розрахунок NPV потоку платежів за формулою

$$NPV = -Ц_{пок t_{gjr}} + \sum_{t_n > t_{пок}} \frac{K_{t_n}}{1 + E_d} + \frac{100}{(1 + E_d)^{T - t_{пок}}}, \quad (8.8)$$

де E_d — норма доходу за альтернативними варіантами інвестицій, найчастіше відсоткова ставка за депозитами (найпростіший спосіб інвестування купонних виплат).

У цій формулі підсумовують тільки ті купонні виплати, що надходять після покупки облігації під час $t_{\text{пок}}$.

Короткостроковий інвестор здійснює продаж облігацій у найбільш вигідний момент до її погашення. У своїх рішеннях він повинен керуватися значеннями *поточної прибутковості облігацій за день*:

$$НП_{\text{обл}_{\text{пок}}} = \frac{1}{t_{\text{пр}} - t_{\text{пок}}} \cdot \frac{Ц_{\text{пр}t_{\text{пр}}} - Ц_{\text{пок}t_{\text{пр}}}}{Ц_{\text{пок}t_{\text{пр}}}}, \quad (8.9)$$

де $t_{\text{пок}}$, $t_{\text{пр}}$ — дати покупки і продажу облігацій, у днях;

$Ц_{\text{пр}}$, $Ц_{\text{пок}}$ — відповідно ціна продажу і покупки облігації в певні моменти часу.

5. *Поточну норму прибутковості* можна перерахувати в річну

$$НП_{\text{обл}_{\text{р}}} = (1 + НП_{\text{обл}_{\text{пот}}})^{365} - 1. \quad (8.10)$$

Оскільки в момент інвестування засобів у покупку облігацій ціна продажу не відома, її можна тільки прогнозувати, ризик короткострокових інвестицій в облігації більше, ніж довгострокових.

6. *Ефективність облігацій з виплатою всієї суми відсотків при погашенні* ($НП_{\text{обл}_{\text{пн}}}$) наприкінці передбаченого періоду їхнього звернення визначається як

$$НП_{\text{обл}_{\text{пн}}} = \frac{100 + П_{\text{п}}}{\left(\frac{Ц_{\text{пок}t_{\text{пок}}}}{100}\right)^{T-t_{\text{пок}}}} - 100, \quad (8.11)$$

де $Ц_{\text{пок}t_{\text{пр}}}$ — поточна ціна покупки облігації, у % до її номінальної вартості в момент часу покупки $t_{\text{пок}}$;

$П_{\text{п}}$ — відсоткова ставка за облігацією при погашенні, у %;

$T - t_{\text{пок}}$ — час, що залишається до погашення облігації з часу покупки, у днях чи роках.

Оцінка ефективності інвестицій у вексель. Для оцінки ефективності фінансових операцій з векселями використовують розрахунки.

1. *Сума відсотків — дохід* ($I_{\text{в}}$) нараховується на основі річної відсоткової ставки та періоду обігу векселя за формулою

$$I_B = \frac{i_B \cdot t \cdot P_H}{365}, \quad (8.12)$$

де I_B — вексельний дохід;

i_B — річний відсоток за векселема, коефіцієнт;

t — кількість днів обігу векселя;

P_H — номінал векселя.

2. *Дисконтний дохід (I_D)* — різниця між номіналом векселя та дисконтною ціною (ціною придбання векселя).

Дохідність векселя (I_D) за строком позики визначається за формулою

$$I_D = I_B : P_{пр}, \quad (8.13)$$

де $P_{пр}$ — ціна придбання векселя.

3. *Дохідність векселя за рік:*

$$I_D = (I_B \cdot 365) : (t \cdot P_{пр}), \quad (8.14)$$

де t — число днів обігу векселя.

З одного боку дохід покупця не повинен бути менше тієї суми, яку він отримав би при ринковій ставці за борговими зобов'язаннями такої строковості, яка залишилася до погашення векселя.

У банківській практиці при врахуванні простих векселів використовуються такі розрахунки: сума, яку банк віднімає від вексельної суми як премію за дострокове погашення кредиту, називається *дисконтом* (D). Величина дисконту визначається як різниця вексельної суми та її приведеної величини на момент врахування векселя комерційним. Приведена величина вартості векселя залежить від строку, який залишився до дати погашення боргового зобов'язання та визначається шляхом комерційного обліку на основі облікової ставки, визначеної самим банком.

При визначенні приведеної величини вексельної суми використовується формула (8.15)

$$P = S \left(1 - \frac{r \cdot t}{365} \right), \quad (8.15)$$

де P — приведена величина вексельної суми на момент врахування банком;

S — вексельна сума;

r — облікова ставка банку, коефіцієнт;

t — число днів від дати врахування до дати погашення векселя.

Дисконт на користь банку визначається як

$$D = S - P \text{ або } D = \frac{S \cdot r \cdot t}{365}. \quad (8.16)$$

Аналогічні розрахунки проводяться і з переказним векселем.

8.5. АНАЛІЗ І КОРЕКТУВАННЯ ВІДСОТКОВИХ СТАВОК

Відсотковою ставкою (*interest rate*) називається відносний (у відсотках чи частках) розмір плати за користування позичкою (кредитом) протягом визначеного часу. Відсоткова ставка, стягнута банком за кредитами, називається **кредитною відсотковою ставкою** ($r_{кр}$). Винятковим випадком кредитної відсоткової ставки є ставка рефінансування Національного банку України (НБУ) або центрального банку країни. Це ставка відсотка, під яким НБУ (центральний банк країни) видає комерційним банкам кредит для поповнення їхніх резервів.

Відсоткова ставка, виплачувана банком за депозитними внесками, називається **депозитною відсотковою ставкою** r_d .

Кредитна і депозитна відсоткові ставки можуть бути номінальними, реальними й ефективними.

Номінальною (*nominal interest rate*) r_n називається **відсоткова ставка**, оголошена кредитором. Вона враховує, як правило, не тільки дохід кредитора, але й індекс інфляції.

Реальна відсоткова ставка (*real interest rate*) r_0 — це номінальна відсоткова ставка, приведена до незмінного рівня цін, тобто скоригована з урахуванням інфляції (“очищена від впливу інфляції”). Це відсоткова ставка, яка за відсутності інфляції забезпечує таку ж прибутковість від позики, що і номінальна відсоткова ставка за наявності інфляції.

Реальна відсоткова ставка використовується при аналізі динаміки відсоткових ставок і для наближеного перерахування платежів за позиками при оцінюванні ефективності інвестиційного проекту в поточних цінах.

Зв'язок між номінальною і реальною відсотковими ставками виражається формулою Фішера, де всі показники виражаються в часткових одиницях. За формулою Фішера реальна відсоткова ставка за один етап нарахування відсотків визначається виразом

$$r_{0_{\text{ш}}} = \frac{(r_{\text{н1}} - \bar{i}_{\text{ш}})}{(1 + \bar{i}_{\text{ш}})} \quad (8.17)$$

чи, у симетричному вигляді, залежність номінальної ставки від реальної визначається виразом

$$1 + r_{\text{нш}} = (1 + r_{0_{\text{ш}}})(1 + \bar{i}_{\text{ш}}), \quad (8.18)$$

де $r_{0_{\text{ш}}}$ — реальна відсоткова ставка за один етап нарахування відсотків;

$r_{\text{нш}}$ — номінальна відсоткова ставка за один етап нарахування відсотків;

$\bar{i}_{\text{ш}}$ — темп інфляції (температура приросту цін).

Ефективна відсоткова ставка ($r_{\text{еф}}$) характеризує дохід кредитора за рахунок капіталізації відсотків, виплачуваних протягом періоду, для якого оголошена номінальна процентна ставка.

Так, якщо номінальна відсоткова ставка за рік дорівнює $r_{\text{н}}$ (у часткових одиницях), а виплата відсотків за умовою позики відбувається n раз у рік, то банк визначає відсоток при кожній виплаті рівним $r_{\text{н}}/n$.

У цьому випадку ефективна річна відсоткова ставка $r_{\text{еф}}$ (у часткових одиницях) визначається за формулою

$$r_{\text{еф}} = \left(1 + \frac{r_{\text{н}}}{n}\right)^n - 1. \quad (8.19)$$

Варто пам'ятати, що в реальних інвестиційних проектах "очищення від інфляції" за формулою Фішера не може цілком усунути її вплив на позичкові кошти внаслідок того:

- що інфляція приводить до зміни (як правило, збільшення) потреби в позичкових коштах, що не може бути враховано ніякою схемою, якщо вона будується не за конкретним проектом;
- результат "очищення від інфляції" спотворюється правилами нарахування податку на прибуток. Це ще одне доведення на користь проведення розрахунків у прогнозних цінах (тобто цінах, очікуваних з урахуванням інфляції на майбутніх кроках проведення цього розрахунку). Формули (8.18) і (8.19) показу-

ють, що основний вплив на позичковий капітал робить не сама інфляція, а її зміна в часі.

Найбільш не вигідний для проекту випадок, коли позика береться при високому рівні інфляції i , отже, під високий номінальний відсоток (формула (8.18)), а потім інфляція різко йде на збиток, і реальний відсоток, виплачуваний позичальником кредитору, при тій же номінальній ставці відсотка підвищується (формула (8.19)).

Як правило, аналогічна але зворотна проблема може виникнути й у кредитора. Так, якщо кредитор оголосить занадто високу номінальну відсоткову ставку, у нього можуть виникнути труднощі, зокрема із розміщенням позик; якщо ж номінальна відсоткова ставка буде встановлена занадто низькою, то у випадку збільшення темпу інфляції реальна відсоткова ставка може виявитися для нього недостатньою.

Щоб уникнути цих помилок, пов'язаних з дуже ймовірними відхиленнями прогнозних значень інфляції від фактично реалізованих, можна рекомендувати у висновку кредитної угоди встановлювати не номінальну (r_n), а реальну (r_0) кредитну ставку, а при сплаті відсотків збільшувати її до номінальної (формула (8.20)) відповідно до фактичної інфляції за цей час.

Нагадаємо, що коректування відсоткових ставок за формулою Фішера не скасовує необхідності використання прогнозних цін при оцінюванні фінансового виконання проекту, тому що інфляція приводить до зміни потреби в позиковому фінансуванні, що не може бути враховане при розрахунку в поточних цінах.

Як було зазначено, у випадку непрогнозованої інфляції і кредитору, і позичальнику може виявитися вигідним укладання кредитних угод за довгостроковими кредитами, враховуючи значення реальних відсоткових ставок, і при фактичному нарахуванні відсотків можна, таким чином, визначити їх номінальні значення.

Для визначення інфляції за етапами реалізації проекту використовують таку формулу:

$$\bar{i}_{ин} = (1 + i_p)^n - 1. \quad (8.20)$$

У деяких випадках буває необхідно визначити, яку позику, в національній чи іноземній валюті вигідніше брати для рішення одного і того ж завдання (наприклад, фінансування проєк-

ту). Точна відповідь на це питання вимагає побудови схеми повних грошових потоків із урахуванням усіх надходжень і виплат для кожної із позик. Однак у першому наближенні може скластися думка про відносну вигідність позик, порівнюючи реальні відсоткові ставки за ними, виражені в одній і тій же валюті: вигідніше (у першому наближенні) та позику, за якого ця ставка є нижчою.

8.6. РИНКОВА ВАРТІСТЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Ринкова вартість цінних паперів (ЦП) — це ціна на ЦП, яка складається на ринку ЦП під впливом попиту і пропозиції. Як правило, вона відрізняється від номіналу.

Фактори, які визначають ринкову вартість ЦП:

- 1) вид ЦП (акції — більш дохідний і ризиковий спосіб отримання грошей, облігації — більш стабільний);
- 2) розмір доходу (дивіденди від акцій, % за облігаціями; ринкова вартість цих ЦП прямо пропорційна доходу за цими ЦП);
- 3) рівень інфляції: інфляція примушує банки піднімати рівень позичкового відсотка;
- 4) фаза економічного циклу: у фазі економічної кризи знижується попит на інвестиції, що відбивається на розмірі доходів від ЦП і починається вплив капіталу;
- 5) поточна кон'юнктура ринку;
- 6) заходи державного регулювання фондового ринку: оподаткування доходів, отриманих від операцій із ЦП;
- 7) розмір позичкового відсотка (чим вище депозитні відсотки банку, тим менш привабливі інвестиції за посередництвом ЦП);
- 8) строк погашення і строк виплати відсотків за облігаціями: ціна облігацій зростає за ступенем наближення строку погашення і виплати відсотків за ними;
- 9) надійність і стабільність діяльності емітентів, що впливає на ліквідність ЦП;
- 10) ступінь ризику за кожним видом ЦП: ступінь ризику оцінюється за допомогою рейтингу. На фондовому ринку створюю-

ються спеціальні рейтингові агентства, які за певну плату проводять аналіз фінансового стану емітента.

Фактори попиту на ЦП на українському фондовому ринку є такими: ліквідність, реклама, зростання курсової вартості, дохідність, репутація емітента інші.

Бірзовий та позабірзовий ринки ЦП. На вторинному ринку продаються і купуються раніше випущені ЦП, тобто відбувається зміна власників ЦП. Цей ринок з огляду на його організацію поділяється на централізований (фондова біржа) і децентралізований.

Учасники біржового та позабіржового ринку ЦП поділяються:

1) на прямі (біржові фірми, банки, фінансові посередники, члени позабіржової фінансової системи);

2) непрямі (емітенти, інвестиційні інститути, які проводять операції з ЦП через прямих учасників, включаючи і найбільших емітентів).

Більш докладно розглянемо сутність фондової біржі. Так, **фондова біржа** — це підприємство і відносно відокремлений ринок ЦП. До неї належать акціонерні товариства (АТ), засновниками яких можуть бути торговці ЦП (не менше 20), які мають дозвіл на проведення комерційної і комісійної діяльності з ЦП.

Функції фондової біржі:

1) створення постійно діючого ринку для найбільш якісних ЦП;

2) визначення цін на ЦП;

3) поширення інформації про ЦП, у т.ч. про ціни й умови обігу ЦП;

4) підтримка професійних учасників ринку і певний контроль за їх діяльністю;

5) розробка правил проведення торгів на фондовій біржі.

Таким чином, фондова біржа — це торгове, професійне, нормативне і технологічне ядро фондового ринку.

Відмітні риси фондової біржі:

1) біржа повинна мати мінімум власних коштів;

2) члени біржі — це інвестиційні інститути;

3) всі члени біржі повинні мати ліцензію на право діяльності на фондовій біржі;

4) фондова біржа не може виступати як інвестиційний інститут і не має права випуску ЦП, за винятком власних акцій.

Джерела фінансування діяльності фондової біржі:

- продаж своїх акцій;
- регулярні щорічні членські внески членів біржі;
- біржові збори з кожної угоди, яка здійснилась на біржі.

Децентралізований (позабіржовий, телефонний) ринок — це ринок, на якому обертаються ЦП, не допущені до обороту на фондовій біржі (але можуть обертатись) і допущені. Він має нині перевагу в Україні над фондовою біржею. Цей ринок складається з великої кількості брокерсько-дилерських фірм, які здійснюють зв'язок між собою по телефону.

Розглянемо основні види розрахунків цінних паперів та грошових коштів.

Формула теорії відсотків визначає майбутню вартість грошей:

$$F_n = P(1+r)^n, \quad (8.21)$$

де P — сьогоденне значення вкладеної суми грошей;

F_n — майбутнє значення вартості грошей;

n — кількість періодів часу, на яке проводиться вкладення;

r — норма прибутковості від вкладення.

Сьогоденне (сучасне) значення вартості певної майбутньої суми грошей обчислюється за формулою

$$P = \frac{F_n}{(1+r)^n}. \quad (8.22)$$

Інвестиційна вартість привілейованих акцій

$$P_a = \frac{D}{r}, \quad (8.23)$$

де P_a — поточна ринкова вартість акцій;

D — дивіденд, що буде виплачуватися в період t ;

r — норма прибутковості акцій подібного класу ризику, десятковий дріб.

Визначення курсової вартості акцій розраховується за формулою

$$P_a = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}. \quad (8.24)$$

Оцінка вартості акції при продажу її в майбутньому:

$$P_n = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \quad (8.25)$$

де P_n — прогнозна вартість реалізації акції наприкінці періоду її використання;

n — кількість років використання акції.

Розрахунок ринкової вартості облигації при виплаті дивідендів (частіше як один раз на рік) має такий вигляд:

$$P_{\text{обл}} = \sum_{t=1}^{n-k} \frac{\frac{C}{k}}{\left(1 + \frac{r}{k}\right)^t} + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{k}\right)^{n-k}}, \quad (8.26)$$

де k — періодична виплата відсотків протягом року.

Операції НБУ з ЦП на відкритому ринку. НБУ виконує своєрідну роль на ринку ЦП: одночасно може бути професійним учасником, який активно проводить операції з ЦП, а також як державний орган регулювання діяльності комерційних банків на фондовому ринку.

Операції НБУ на відкритому ринку:

- 1) операції з казначейськими зобов'язаннями;
- 2) операції з власними зобов'язаннями;
- 3) операції з комерційними паперами, з векселями;
- 4) облигації та єврооблигації;
- 5) інші ЦП і боргові зобов'язання.

Функції НБУ:

1) НБУ є агентом уряду з розміщення державних позик, виконуючи функції інвестиційної компанії з обслуговування первинного розміщення ЦП, вкладаючи в державні фондові цінності власні ресурси (роль дилера);

2) НБУ створює вторинний ринок державних ЦП, виступаючи на ньому як фінансовий брокер, який працює за дорученням уряду;

3) виконує функції депозитарію, розрахункового і клірингового центру за операціями з державними ЦП і є спеціалізованою організацією з обліку, збереження і розрахунків за операціями із фондовими цінностями;

4) НБУ веде розрахунки з виплати відсотків і погашення державних ЦП та облік і звітність за операціями із ЦП для уряду;

5) НБУ виконує операції з ЦП як інструмент грошово-кредитної політики;

6) виступає як орган державного регулювання для комерційних банків.

Розрахункові задачі

Задача № 1

Акціонерне товариство здійснило емісію привілейованих акцій з номінальною вартістю 100 грн і з гарантованими виплатами 20 % у рік. Ставка дисконту — 12 %. Розрахувати ціну привілейованої акції.

Розв'язок

Інвестиційна вартість привілейованих акцій:

$$P_a = \frac{D}{r},$$

де P_a — поточна ринкова вартість акцій; D — дивіденд, що буде виплачуватися в період t ; r — норма прибутковості акцій подібного класу ризику, десятковий дріб.

$$P_a = \frac{100 \cdot 0,2}{0,12} = 167 \text{ грн.}$$

Задача № 2

Підприємство виплатило за останній рік дивіденди в розмірі 0,24 грн за акцію. Протягом наступного року підприємство планує збільшити дивіденди на 3 %, протягом третього — на 7 %, далі планується постійне збільшення дивідендів на 8 % річних. Оцінити вартість акції за умови, що норма прибутковості акцій цього типу становить 12 %.

Розв'язок

Якщо інвестор планує в майбутньому продати акцію, то він може оцінити її вартість за формулою

$$P_a = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n},$$

де P_n — прогнозна вартість реалізації акції наприкінці періоду її використання; n — кількість років використання акції.

Інвестиційна вартість привілейованих акцій:

$$P_a = \frac{D}{r},$$

де P_a — поточна ринкова вартість акцій; D — дивіденд, що буде виплачуватися в період t ; r — норма прибутковості акцій подібного класу ризику, десятковий дріб.

У цьому завданні підприємство точніше визначає дивідендні виплати за перші три роки й здійснює прогноз постійного приросту дивідендів у нескінченному періоді часу з обліком g (річний темп приросту дивідендів).

Далі оцінка поточної ринкової вартості акцій визначається шляхом дисконтування прогнозованої сукупності дивідендів.

Формула оцінки вартості акцій може мати такий вигляд g :

$$P_a = P_1 + P_2 \frac{1}{(1+r)^n}.$$

Спочатку визначимо рівень дивідендів, які виплачуються в перші три роки:

$$D_1 = 0,24;$$

$$D_2 = 9,24 \cdot 1,03 = 0,2472;$$

$$P_1 = \frac{0,24}{(1+0,12)} + \frac{0,2472}{(1+0,12)^2} + \frac{0,2645}{(1+0,12)^3} = 0,5996;$$

$$D_3 = 0,2472 \cdot 1,07 = 0,2645.$$

У наступні роки підприємство планує щорічне збільшення дивідендів на 8 %, тому вартість акції визначимо так:

$$P_2 = \frac{0,2645 \cdot (1+0,008)}{(0,12 - 0,008)} = 7,1415 \text{ грн.}$$

Оскільки показник P_2 дає оцінку вартості акції на кінець третього періоду, а необхідно визначити поточну вартість на початок першого періоду, здійснюється дисконтування:

$$P_3 = 0,5996 + \frac{7,1415}{(1+0,12)^3} = 5,68279 \text{ грн.}$$

Задача № 3

На ринку пропонується облигація номіналом 200 грн, купонною ставкою 18 % річних і строком погашення через 4 роки. Ринкова прибутковість фінансових інструментів такого класу становить 12 %. Відсоток за облигацію оплачується тричі на рік. Необхідно розрахувати поточну ринкову вартість облигації.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. Інструменти ринку цінних паперів.
2. Боргові цінні папери, їх класифікація.
3. Характеристики деривативів, їх сутність.
4. Біржовий та позабіржовий ринки цінних паперів.
5. Джерела фінансування діяльності фондової біржі.
6. Операції НБУ з цінними паперами.

Термінологічний словник ключових понять теми

Ринкова вартість цінних паперів — це ціна на ЦП, яка складається на ринку цінних паперів під впливом попиту і пропозиції на ринку.

Ф'ючерсний контракт — стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту.

Опціон — стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) цінні папери (товари, кошти) на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на час укладення такого опціону або на час такого придбання за рішенням сторін контракту. Перший продавець опціону (емітент) несе безумовне та безвідкличне зобов'язання щодо продажу цінних паперів (товарів, коштів) на умовах укладеного опціонного контракту.

Фондова біржа — це підприємство і відносно відокремлений ринок цінних паперів. До неї належать акціонерні товариства, засновниками яких можуть бути торговці цінних паперів, чисельність яких становить не більше 20 осіб, які мають дозвіл на проведення комерційної і комісійної діяльності з цінними паперами.

Децентралізований (позабіржовий, телефонний) ринок — це ринок, на якому обертаються цінні папери, не допущені до обороту на фондовій біржі (але можуть обертатись і допущені).

Казначейські зобов'язання — вид цінних паперів на пред'явника, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету і дають право на одержання фінансового доходу. Це цінні папери, які випускаються державою для покриття дефіциту держбюджету.

Ощадний сертифікат — письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і відсотків за ним. Вони можуть бути іменні і на пред'явника, термінові і до запитання, за строками дії (коротко-, середньо-, довгострокові).

Інвестиційний сертифікат — це цінні папери, що випускаються інвестиційним фондом або інвестиційною компанією і дають право на отримання доходу у вигляді дивіденду.

Питання для підсумкового контролю знань

1. Що таке ф'ючерсний контракт з оплатою готівкою?
2. Поясніть, які функції виконує клірингова палата, пов'язана із ф'ючерсною біржею?
3. Назвіть відмінності між інвестиційним фондом та інвестиційною компанією.
4. Яку функцію виконують пенсійні фонди?
5. Опишіть модель фондового ринку.

Тести

1. *Яка з функцій ринку цінних паперів використовує інструменти ринку цінних паперів для захисту власників будь-яких активів від несприятливої для них зміни цін:*

- а) регулювальна;
- б) стимулююча;
- в) збалансування попиту і пропозиції;
- г) перерозподілу ризиків;
- д) контрольна?

2. *На якому з ринків цінних паперів відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів:*

- а) первинний;
- б) вторинний;
- в) біржовий;
- г) позабіржовий?

3. *Як називається група учасників ринку цінних паперів, які мають здатність у процесі ринкової взаємодії користуватися правами і виконувати обов'язки:*

- а) індивідуальні учасники;
- б) інституційні учасники;
- в) органи державно-правового регулювання?

4. *Як називається вартість акції, за якою акція реалізується на первинному ринку:*

- а) балансова вартість;
- б) ринкова вартість;
- в) ліквідаційна вартість;
- г) емісійна вартість?

5. *Як називається вид боргових цінних паперів на пред'явника, які розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення, що засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету:*

- а) ощадний сертифікат;

- б) казначейські зобов'язання;
- в) облігація?

6. Як називається дериватив, який засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) цінні папери, товари у визначений час та на визначених умовах у майбутньому:

- а) форвардний контракт;
- в) ф'ючерсний контракт;
- г) опціон?

7. Назвіть інституціонального інвестора на ринку цінних паперів, який здійснює свою діяльність, пов'язану із залученням коштів за рахунок емісії власних цінних паперів:

- а) пенсійні фонди;
- б) інвестиційні фонди;
- в) страхові компанії;
- г) компанії відкритого і закритого типів.

8. Операція обміну зобов'язаннями або активами з метою поліпшення їхньої структури, одержання прибутку, зниження ризиків і збитків:

- а) своп;
- б) опціон;
- в) коносамент;
- г) компенсаційний сертифікат.

9. Вид приватизаційного цінного папера, що дозволяє населенню брати участь у приватизації державних підприємств:

- а) приватизаційний майновий сертифікат;
- б) акція;
- в) своп;
- г) коносамент.

10. Позабіржові термінові валютні операції, які здійснюються банками або корпораціями по телефону та на договірних умовах:

- а) форвардні контракти;
- б) коносамент;
- в) опціон;
- г) своп.

11. *Непрямий спосіб залучення капіталу, що сприяє інвестиційному процесу капіталу; спосіб підвищення ефективності вкладеного в об'єкт капіталу, це:*

- а) інжиніринг;
- б) фрайчайзинг;
- в) екаунтинг;
- г) трастинг.

12. *Передача або продаж ліцензії однієї фірми іншій на право реалізації продукції або заняття бізнесом на певній території з використанням товарного знака й за умови суворого дотримувannya умов технології і якості:*

- а) фрайчайзинг;
- б) ліцензування;
- в) інжиніринг;
- д) спот.

13. *Емісія й розміщення державою цінних паперів під конкретні проекти, програми, а також лізингове фінансування, це:*

- а) нетрадиційні джерела фінансування;
- б) консорціумне кредитування;
- в) змішане фінансування;
- г) державно-комерційне фінансування;
- д) бюджетні асигнування.

14. *Як називається показник фінансової стійкості акціонерного товариства, що відбивається на прибутковості портфельних інвестицій:*

- а) фінансовий леверидж;
- б) варант;
- в) ф'ючерс;
- г) вексель?

15. *Як називається вид цінних паперів, що приносять його власникам високий дохід при зростанні вкладеного капіталу:*

- а) збалансовані портфелі;
- б) портфелі подвійного підпорядкування;
- в) спеціалізовані портфелі?

16. Як називається учасник Національної депозитарної системи, який має дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента із цінними паперами:

- а) депозитарії цінних паперів;
- б) зберігачі цінних паперів;
- в) комерційні банки;
- г) клірингові депозитарії?

17. Як називається темп зростання курсової вартості портфелів, який є найменш ризикованим серед портфелів зростання і складається з акцій великих компаній:

- а) портфелі агресивного зростання;
- б) портфелі консервативного зростання;
- в) портфелі середнього зростання.

18. Як називається вид спеціалізованих портфелів, який включає короткострокові і середньострокові депозитні сертифікати комерційних банків:

- а) портфелі стабільного капіталу і доходу;
- б) портфелі короткострокових фондових цінностей;
- в) портфелі довгострокових цінних паперів із фіксованим доходом;
- г) регіональні портфелі;
- д) портфелі іноземних цінних паперів?

Тема 9

НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ І РИЗИК В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ

- 9.1. *Поняття невизначеності і ризику.*
- 9.2. *Стратегії зменшення ступеня ризику.*
- 9.3. *Врахування ризиків при обґрунтуванні ризикової премії.*
- 9.4. *Концепція і методологічний інструментарій оцінювання фактора ризику.*

Жодне рішення не буває правильним чи неправильним. Воно завжди буває тільки вимушеним.

Марк Аврелій

9.1. ПОНЯТТЯ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ І РИЗИКУ

Здійснення інвестиційної діяльності пов'язане з можливою розбіжністю умов, що враховуються при обґрунтуванні проекту, і фактичної ситуації його реалізації. Наприклад, продукція, що виготовляється в рамках інвестиційного проекту, може бути продана не в прогнозованій кількості, можлива відсутність прибутку, очікуваного від інвестицій.

Причинами відхилень можуть бути поведження конкурентів, зміна кон'юнктури ринку й економічного законодавства. Крім того, проведення розрахунків у рамках розробки техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) проекту також засноване на неповній і неточній інформації внаслідок труднощів прогнозування ситуації на тривалий строк (що характерно для реальних інвестицій). Усі ці проблеми пов'язані з існуванням невизначеності.

Невизначеність — це неповнота і неточність інформації про внутрішні і зовнішні умови реалізації проекту, тому можливі ті чи інші непередбачені події, ймовірні характеристики яких не відомі.

Внаслідок невизначеності в ході реалізації інвестиційного проекту можуть виникнути ситуації, що викликають втрати прибутку, чи виторгу майна. Можливість таких втрат характеризує *категорія інвестиційного ризику*.

Ризик інвестиційної діяльності — це небезпека потенційно можливої втрати підприємцем ресурсів, недоодержання доходів (чи навіть збитків) порівняно з варіантом, розрахованим на оптимальне використання ресурсів, чи появи додаткових витрат у результаті реалізації інвестиційного проекту.

Класифікація невизначеності і ризиків

Теоретично функціонування підприємств можливе в таких умовах:

- 1) повної визначеності;
- 2) статистичної невизначеності;
- 3) повної невизначеності;
- 4) за наявності конфліктних ситуацій;
- 5) при незбіжних інтересах учасників.

У першому випадку використовуються детерміновані (теоретична ситуація), у другому — ймовірні методи прийняття рішень.

Ситуації 3—5 характеризуються тим, що поряд з контрольованими (керованими) факторами при прийнятті рішень доводиться враховувати неконтрольовані (некеровані) фактори: рівень попиту, ринкові ціни, дії конкурентів та інші, що істотно ускладнює процес прийняття оптимальних інвестиційних рішень.

Можна виділити такі *види невизначеності в інвестиційній діяльності*:

1) невизначеність природи (зовнішнього середовища) стосовно реалізованого проекту, що у свою чергу викликає:

- незнання всього того, що може вплинути на діяльність підприємства;

- випадковість, наприклад під впливом випадкових зовнішніх впливів (зміна клімату, стану атмосфери, температури і т. ін.);

2) невизначеність цілей, наявність різноманітної інвестиційної діяльності (можна прагнути до досягнення визначених значень прибутку, рентабельності, строку окупності капіталу та ін.);

3) невизначеність протидії (конфліктні ситуації, дії вищих органів, конкурентів, замовників продукції, постачальників, наявність розбіжних інтересів учасників операцій);

4) невизначеність параметрів ринкових умов господарювання: нестабільність економічних процесів, зумовлених обмеже-

ністю ресурсів (фінансових, тимчасових, технічних), зміна попиту і переваг споживачів;

5) невизначеність, пов'язана з необхідністю обліку фактора часу в інвестиційній діяльності;

6) "організована" невизначеність, зумовлена приховуванням об'єктивної інформації з економічних, політичних та інших причин;

7) невизначеність, викликана недостатньою кваліфікацією інвестиційного менеджера.

Характеристики невизначеності інвестиційної діяльності визначають поняття ризику і впливають на вибір методів його оцінювання.

Ризики, що характеризуються статистичною закономірністю виникнення (тобто ймовірність подій можна прогнозувати досить точно), можна компенсувати через ризикову премію при визначенні норми доходу проекту. Характеристика ризиків як позитивних, так і негативних відхилень дозволяє використовувати для їхньої оцінки дисперсію (тобто методи математичної статистики) і більш властива фінансовим інвестиціям.

Інвестиційні ризики поділяються на такі види.

1. За причинами виникнення розрізняють:

- диверсифіковані (специфічні, внутрішні) — пов'язані з особливостями здійснення конкретного проекту (наявність сировини, успіх програм маркетингу і т. ін.), їх можна зменшити правильним вибором варіанта інвестування і розподілом капіталу між різними видами інвестицій, галузями, регіонами, проектами (диверсифікованістю);

- недиверсифіковані (зовнішні, ринкові) ризики — визначаються зміною макроекономічної ситуації (політичні ризики; екологічні ризики; соціальні ризики; макроекономічні ризики; зміна законодавства, зміна податкової системи). Зовнішні ризики відносять до сфери повної невизначеності.

2. За сферою виникнення в ході реалізації інвестиційного проекту розрізняють *ризики операційної, інвестиційної, фінансової діяльності і ризики управління інвестиційною діяльністю.*

Ризики операційної діяльності виникають на експлуатаційній фазі реалізації проекту. *Ризики інвестиційної діяльності* характерні для інвестиційної фази. *Ризики фінансової діяльності* — для інвестиційної й експлуатаційної фаз.

Структура ризиків показана на рис. 9.1.

Ризики господарської діяльності

Ризики маркетингової діяльності

1. Забезпечення програми випуску продукції необхідними виробничими потужностями за всіма групами обладнання
2. Наявність логістичної схеми
4. Збільшення тарифів на перевезення ресурсів
5. Зростання внаслідок монополізації ринку
5. Зростання потреби в оборотних засобах внаслідок авансів і затримок ставок
4. Низька якість продукції, що випускається
5. Фізичні збитки підприємства

1. Забезпечення виробництва усіма необхідними ресурсами
2. Високі темпи зростання цін
3. Наявність логістичної схеми
4. Збільшення тарифів на перевезення ресурсів
5. Зростання потреби в оборотних засобах внаслідок авансів і затримок ставок

1. Присутність конкурентів на ринку
2. Відповідність продукції встановленим стандартам
3. Конкурентоспроможність, науково-технічний рівень продукції
4. Збільшення тарифів на перевезення готової продукції
5. Зростання потреби в оборотних засобах внаслідок затримок розрахунків продусувачів за про-дукцію

1. Збільшення вартості робіт, пов'язаних з об'єктом інвестицій
2. Збільшення строків створення об'єкта інвестування
3. Надійність підрядників
4. Матеріальні втрати внаслідок низької якості виробничого обладнання і технології, що поставляються
5. Наявність необхідної інфраструктури

Ризики операційної діяльності

1. Зменшення обсягу позикових і залучених коштів порівняно з очуваною величиною
2. Збільшення вартості позикових і залучених коштів
3. Можливість банкрутства підприємства внаслідок прийняття неефективних управлінських рішень

Ризики фінансової діяльності

1. Неефективне управління інвестиційною діяльністю
2. Неефективний маркетинг

Рис. 9.1. Сфери виникнення ризику

3. *За ступенем впливу на проект і підприємство, за ступенем оборотності наслідків виникнення тієї чи іншої події* можна виділити ризики: *припустимі, критичні, катастрофічні*.

Незважаючи на потенційну негативність наслідків і втрат, викликаних реалізацією того чи іншого інвестиційного ризику, останній є каталізатором прогресу, джерелом можливого прибутку. Але варто відрізнити управління інвестиційними ризиками в цілому на підприємстві (складова ризик-менеджменту) від управління ризиками конкретного інвестиційного проекту.

Ризик-менеджмент — це система управління ризиками і фінансовими відносинами, що виникають у процесі господарської діяльності підприємства.

Управління проектними ризиками включає розробку і реалізацію обґрунтованих для певного проекту рекомендацій і заходів, спрямованих на зменшення вихідного рівня ризику до прийняттого фінального рівня (заснованого на проведенні необхідних досліджень ризиків і розробці нейтралізуючих заходів).

Всі існуючі види ризиків у тому чи іншому ступені піддаються управлінню.

Цілі управління інвестиційними ризиками:

- забезпечення економічної ефективності проекту для всіх його учасників;
- досягнення корисності і цінності інвестицій для суспільства;
- досягнення суспільного схвалення, публічного визнання проекту (у плані впливу на навколишнє середовище), зменшення політичних проблем (наприклад, при інвестиціях у ядерну енергетику).

Заходи щодо управління ризиками пов'язані з певними витратами. Тому управління ризиками варто розглядати як окремий етап у процесі техніко-економічного обґрунтування інвестиційного проекту, пов'язаний з оцінкою ефективності розроблених заходів і впливу їх на результатні показники проекту. Таким чином, витрати (так само як і доходи), пов'язані з формуванням системи управління ризиками, мають враховуватися при визначенні інформації, вихідної для розрахунків показників ефективності інвестиційного проекту.

Розглянемо такі основні правила управління проектними ризиками.

1. При розробці ТЕО проекту необхідно оцінити всі можливі наслідки ризику.

2. Можливі втрати від настання ризикової події не повинні перевищувати величину власного капіталу, використовуваного для реалізації проекту.

3. Втрати, що може понести інвестор, мають бути істотно нижчими від прогнозованого доходу.

4. Рішення про реалізацію проекту варто приймати лише при одержанні результатів, що задовольняють критерії оцінки ефективності інвестицій з урахуванням можливого ризику. Якщо ризикові події погіршують показники ефективності до незадовільних значень, від реалізації проекту варто відмовитися.

Управління інвестиційними ризиками припускає поетапне проведення таких етапів.

1. Ідентифікація ризиків.

2. Аналіз і оцінка ризиків.

3. Розробка стратегії і тактики управління ризиками.

Розглянемо характеристику кожного етапу.

1-й етап. Ідентифікація ризиків — це процес систематичного виявлення джерел і класифікації ризиків, визначення факторів, що впливають на їх виявлення, і попередньої оцінки прогнозованої значимості різних факторів для реалізації інвестиційного проекту.

Процес ідентифікації ризиків включає низку послідовних процедур:

1) виявлення джерел (причин) ризиків;

2) визначення можливих для даного інвестиційного проекту видів ризиків;

3) вибір методів, критеріїв і параметрів для оцінки кожного виду ризику і їх порівняльний аналіз;

4) визначення критеріїв оцінки ризиків і прийнятного співвідношення між можливими втратами й очікуваною вигодою для кожного рівня ризику;

5) визначення зон підвищеного ризику;

6) визначення тимчасової послідовності виникнення різних видів ризиків і прив'язка їх до відповідного етапу здійснення інвестиційного проекту.

Прогноз і аналіз потенційних джерел ризику проводиться з метою визначення в майбутньому тих сфер усередині і поза сферою організації інвестиційного проекту, що можуть призвести до суттєвих втрат, можливо критичного характеру.

Джерела ризиків — це незаплановані події, здатні потенційно здійснитися і вплинути на інвестиційний проект.

Стосовно підприємства, що реалізує інвестиційний проект, джерела інвестиційних ризиків можна розділити на зовнішні і внутрішні.

Зовнішніми джерелами ризику можуть бути:

- посилення діяльності основних конкурентів на сегменті ринку, який цікавить підприємця;

- вторгнення на ринок закордонних виробників;

- поява ефективних, непередбачених товарів-замінників;

- істотне зниження цін конкурентами;

- кризовий стан в основних постачальників сировини й матеріалів;

- неплатоспроможність оптових покупців виробленої продукції;

- непередбачені обмеження для експорту (імпорту), зміни обмінного курсу валют, неконвертованість валют;

- зміни на фінансовому ринку, інфляція;

- зміна цін (умов) постачання ресурсів;

- збільшення відсоткової ставки за кредит;

- непередбачена зміна зовнішнього керівництва і наступна зміна цілей підприємницької діяльності;

- зміни в податковому законодавстві;

- технологічні нововведення в галузі;

- поява несподіваних позовів і претензій, що погрожують істотними фінансовими втратами.

До внутрішніх джерел ризику відносять:

- можливі втрати в матеріальній сфері — машин, устаткування, будинків, готової продукції, матеріалів, енергії;

- технологічні нововведення (інновації) усередині підприємства;

- можливі втрати робочого часу через страйки, простої виробництва, зумовлені внутрішніми причинами; втрати і збитки від промислового шпигунства; звільнення ведучих керівників підприємства.

За сферою виникнення джерелами ризику можуть бути:

- фінансові й економічні умови підприємницької й інвестиційної діяльності;
- управління (менеджмент) й організація виконання інвестиційного проекту;
- політичні умови підприємницької й інвестиційної діяльності;
- фізичні uszkodження матеріальних цінностей;
- конструктивні, технологічні особливості продукції, що випускається в рамках інвестиційного проекту;
- стихійні лиха;
- екологічні умови.

Заключним етапом ідентифікації ризиків є віднесення їх до однієї з трьох категорій:

- 1) ризики, які зустрічаються часто, чи “відомі” ризики — можна оцінити з високим ступенем імовірності;
- 2) ризики, що передбачаються, — це ті, можливість появи яких диктує досвід;
- 3) ризики непередбачені — це потенційні, непрогнозовані погрози, імовірність яких не можна визначити.

2-й етап. Аналіз і оцінка ризиків. Необхідність цього етапу має на меті облік ризику в інвестиційному проектуванні, а також потребу виявити ступінь можливості його виникнення і величину втрат, що погрожують у цьому випадку.

Аналіз ризиків інвестиційного проекту припускає підхід до ризику не як до обов’язкового, незмінного, а як до керованого параметра, на рівень якого можливо і потрібно впливати. Звідси випливає висновок про необхідність впливу на виявлення ризиків з метою їхньої мінімізації чи компенсації.

Оцінка ризиків полягає у визначенні ступеня ризику і величини можливих втрат при реалізації ризикової ситуації в ході здійснення інвестиційного проекту.

Таким чином, оцінка й аналіз ризиків може включати:

- 1) моделювання наслідків кожного виду ризику;
- 2) визначення реальної (прогнозованої) можливості появи кожного виду ризику й оцінка максимальних втрат від нього в грошовому вираженні;

3) ранжування видів ризику за значимістю й вибір пріоритетних ризиків;

4) створення бази даних за аналогічними проектами про прийнятність того чи іншого рівня ризику.

Для аналізу рівня ризику використовується спеціальний математичний апарат теорії імовірностей, статистичного аналізу. З розвитком теорії ризику з'явився ряд порівняно нових методів: теорія ігор, використання аналогів, ситуаційний аналіз, експертні оцінки. Усі вони припускають використання статистичної інформації про відповідні події, коли за умови її відсутності й унікальності окремих проектів обмежується застосування імовірнісних і статистичних методів.

3-й етап. Розробка стратегії і тактики управління ризиками. *Стратегія управління проектними ризиками* — це мистецтво управління ризиком у невизначеній ситуації, що ґрунтується на прогнозуванні можливості його появи, ступені впливу на результати проекту і прийомах його зниження.

Основою ефективного управління інвестиційною діяльністю є пошук способів і методів безпосереднього впливу на рівень проектного ризику з метою його максимального зниження, підвищення безпеки і фінансової стійкості підприємства.

У літературних джерелах описується концепція прийнятності ризику, яка твердить, що неможливо цілком усунути потенційні причини, які призводять до небажаного розвитку подій і в результаті — до відхилення від обраної мети.

Однак процес досягнення обраної мети може відбуватися на основі прийняття таких рішень, що забезпечують деякий компромісний рівень ризику, названий *прийнятним*. Цей рівень відповідає визначеному балансу між погрозою втрат і очікуваною вигодою від реалізації проекту (з урахуванням розробленої системи заходів щодо керування ризиком). У разі виникнення потреби в додаткових витратах, пов'язаних з реалізацією даних заходів, необхідно порівнювати їх з одержуваним ефектом за конкретним видом ризику (наприклад, витрати на зменшення ризику ненадійності машин повинні порівнюватися зі скороченням простоїв, аварій і збільшенням продуктивності) і в остаточному підсумку — зі зростанням чистого доходу за проектом в цілому.

Залежно від результатів, отриманих на етапах ідентифікації й аналізу ризиків, можливе *прийняття таких стратегій*:

- виключення (уникнення) — відмова від проведення будь-яких дій, пов'язаних з можливістю вияву ризику, відмова від ненадійних партнерів;

- зменшення — скорочення імовірності вияву ризику й обсягу втрат внаслідок компенсації, тобто заходу щодо страхування, самострахування, прогнозування, цілеспрямованого маркетингу, за допомогою ретельного підбору технології й устаткування, підвищення надійності устаткування. Заходи для підвищення надійності різноманітні — від вибору оптимального рівня характеристик окремих частин машин до резервування найбільш важливих вузлів і приладів;

- прийняття — залишення ризику, що несе повну відповідальність за можливі наслідки; можлива локалізація ризиків внаслідок створення венчурних підприємств чи спеціальних структурних підрозділів для реалізації ризикованих проектів;

- розподіл — поділ відповідальності за ризик між учасниками інвестиційного проекту.

9.2. СТРАТЕГІЇ ЗМЕНШЕННЯ СТУПЕНЯ РИЗИКУ

Для зменшення ступеня ризику застосовуються такі стратегії:

- диверсифікованість;
- лімітування;
- самострахування;
- страхування.

Диверсифікованість інвестицій і видів діяльності означає, що ресурси не концентруються цілком на одному напрямі діяльності, одному ринку постачань та збуту.

Лімітування — встановлення підприємством гранично припустимої суми засобів, що спрямовуються на виконання визначених операцій, неповернення яких істотно відобразиться на фінансовому стані підприємства.

Самострахування — це інвестування засобів (фінансування проекту) тільки в тому випадку, коли очікуваний прибуток вищий, ніж вартість капіталу плюс надбавка за ризик. Самостра-

хування має успіх тільки в тому випадку, коли інвестор має портфель інвестицій, і наявність ймовірних ризиків розподілено за різними напрямками діяльності.

Страхування — стратегія, пов'язана з компенсацією страхової компанії можливих втрат інвестором у зв'язку з настанням надзвичайних подій.

Можливе страхування тільки тих видів ризиків, за якими є статистична закономірність виникнення, тобто визначена імовірність збитків.

В інвестиційній діяльності передбачаються *такі види страхування*:

- відповідальності за непогашення кредитів;
- від втрати прибутку;
- від простою виробництва;
- від комерційних ризиків, у тому числі від невиконання договорів постачань і несплати проектної продукції;
- екологічних ризиків проекту;
- машин та устаткування від поломок;
- життя і здоров'я співробітників;
- від політичних ризиків, включаючи страхування експортних кредитів.

За участі в інвестиціях держави можливе страхування за допомогою *урядових гарантій*.

До управлінських впливів тактичного характеру, що дають змогу знизити ризик проекту, можна віднести такі заходи:

- регулювання і контроль співвідношення постійних і змінних витрат. Керуючи цим співвідношенням, можна змінювати рівень беззбитковості довгострокових інвестицій і тим самим безпосередньо впливати на рівень проектного ризику;
- цінове регулювання — оцінка залежності між ціною продукції і ризиком;
- керування величиною фінансового важеля — контроль співвідношення власних і позикових джерел фінансування;
- ретельне опрацювання обраної стратегії інвестиційного розвитку з обліком найбільш сприятливих варіантів оподаткування;
- регулювання оптимального обсягу реалізації, контроль за використанням виробничого потенціалу;
- гнучке регулювання дивідендних виплат;

- створення системи резервних фондів на підприємстві, страхових запасів ресурсів, найбільш важливих вузлів і деталей устаткування;
- організація постійного моніторингу зовнішнього середовища і створення системи оперативного обліку її впливу на розробку і реалізацію інвестиційного проекту з метою своєчасного обліку можливого ризику;
- постійний і комплексний моніторинг виконання інвестиційного проекту, що дає змогу вчасно виявляти відхилення показників від оптимального значення, вживати відповідних заходів і за необхідності прийняти рішення про вихід з проекту.

Результатом робіт з керування ризиками інвестиційного проекту є розробка спеціального розділу в складі техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) проекту. Одне з основних завдань розробки цього розділу — визначення методів відображення ризику в розрахунках економічної ефективності.

У практиці інвестиційної діяльності є велика кількість різноманітних методів оцінювання ризику. Тому залежно від конкретних особливостей ризиків, характеру невизначеності ситуації розрізняють такі *напрями відображення ризику в розрахунках економічної ефективності при розробці ТЕО інвестиційного проекту*:

- у процесі формування вихідної економічної інформації шляхом коректування одноразових і поточних витрат з урахуванням реалізації заходів щодо керування ризиками;
- за допомогою індексації норми доходу за безризиковими вкладеннями, що включаються до розрахунку коефіцієнта дисконтування, на деяку ризикову премію;
- при аналізі чутливості проекту до зміни зовнішніх і внутрішніх умов його реалізації.

Кожний із перерахованих способів реалізується за допомогою різних методів оцінювання ризику.

Систематизуємо до загальної концепції інвестиційні ризики за їх відокремленими ознаками:

- 1) *за сфери вияву*:
 - *економічні* — ризики, пов'язані з економічними факторами;

- *політичні* — обмеження інвестиційної діяльності, які встановлюються державою і пов'язані зі зміною політичного курсу;

- *соціальні* — пов'язані зі страйками, іншими незапланованими заходами;

- *екологічні* — пов'язані зі стихійними лихами і катастрофами;

- *інші види ризиків* — розкрадання майна, невиконання партнерами своїх зобов'язань;

2) за формою інвестування:

- *ризик реального інвестування* — пов'язані з невдалим вибором місцезнаходження об'єкта, перервами в постачанні матеріалів та устаткування, із суттєвим зростанням цін на інвестиційні товари, вибором некваліфікованого підрядника, іншими факторами, які затримують реалізацію проекту;

- *ризик фінансового інвестування* — пов'язані з невдалим вибором фінансових інструментів для інвестування, фінансовими труднощами або банкрутством окремих учасників, непередбаченою зміною умов інвестування і т. ін.;

3) за джерелами виникнення:

- *систематичні (ринкові) ризики* — виникають для всіх учасників інвестування і всіх форм інвестування;

- *несистематичні (специфічні) ризики* — характерні для окремого об'єкта інвестування або для діяльності окремого інвестора.

Також інвестиційний ризик може бути *споживчим і підприємницьким*.

Ризики інвестиційних проектів можуть поділятися на **3 великі групи**: *фінансові, будівельні та експлуатаційні*.

Залежно від виду інвестиційного проекту розробляється *система заходів протидії ризикам*: заставні операції та гарантування; диверсифікація; страхування; лімітування; розподілення; екаутинг та інші.

Позички під заставу — це позички, забезпечені з боку позичальника заставними активами. Так, *гарантований кредит* видається під письмове зобов'язання третьої сторони сплатити борг у випадку відмови від його сплати позичальником.

Одним із найбільш ефективних методів збалансованості інвестиційного портфеля є *диверсифікація* — розподілення цінних

паперів портфеля таким чином, щоб досягти максимального доходу при мінімальному ризику.

Найвагомішим заходом щодо захисту інвестицій є їх *страхування*. Вкладання капіталу на тривалий строк обов'язково страхується та перестраховується. Ще одним способом зниження ризиків є *лімітування* об'єктів інвестицій, розмірів кредитів, видатків, продажу тощо.

Розподілення ризиків має місце при фінансуванні проектів із частковим регресом на позичальника при створенні інвестиційного консорціуму, коли суб'єкти інвестування розподіляють між собою ризик пропорційно вкладанню у інвестиційний проект. Для отримання додаткової інформації про об'єкт інвестування за кордоном використовують *послуги екаунтингових компаній*, які займаються збиранням, обробкою, аналізом та формуванням різних видів бізнес-інформації.

9.3. ВРАХУВАННЯ РИЗИКІВ ПРИ ОБҐРУНТУВАННІ РИЗИКОВОЇ ПРЕМІЇ

Такий механізм врахування ризику при оцінюванні ефективності дає змогу запобігти реалізації проектів, загальна прибутковість яких невиправдано завищена. Облік ризику при формуванні норми доходу обов'язковий, оскільки найбільше відображає реальні умови реалізації проекту.

Виділяють *статистичний і експертний методи обґрунтування ризикової премії* у складі норми доходу.

Вибір визначається наявністю статистичної закономірності настання ризикової події. Насамперед так можна оцінювати ризики, пов'язані з надійністю роботи устаткування, якістю продукції, що випускається, оскільки можливе одержання інформації про імовірність відмов, аварій при експлуатації. Статистичні закономірності можна встановити за природними ризиками, пов'язаними зі стихійними лихами, аваріями.

При цьому необхідно враховувати, що окремі види ризиків, які характеризуються статистичною закономірністю вияву, можуть бути враховані в оцінці ефективності при формуванні

вихідної економічної інформації в ході розробки системи заходів. Тому необхідно уникати повторного обліку ризику в схемі розрахунку ефективності, інакше вимоги інвестора до ефективності проекту виявляться завищеними.

Використання статистичного методу оцінювання ризику можливе на основі поелементного чи агрегованого підходів. Перший враховує кожен вид ризику окремо: визначає номенклатуру ризиків, що підлягають відображенню в нормі доходу, оцінює вплив кожного з них на величину ризикової премії.

За допомогою агрегованого методу ризикова премія оцінюється укрупнено за всіма видами ризиків.

Розглянемо теоретичні основи реалізації статистичного методу оцінювання ризику при формуванні ризикової премії.

Так, ризик — це імовірнісна категорія. Тому насамперед його вимірюють як імовірність виникнення того чи іншого рівня втрат (настання якоїсь події).

Оцінюючи імовірність одержання визначеного рівня прибутку, можна побудувати криву імовірностей виникнення визначеного рівня втрат, що називають кривою ризику (рис. 9.2).

Криві ризику можна будувати на основі статистичного, експертного і розрахунково-аналітичного методів.

Статистичний метод застосовується у вивченні статистики втрат, що мали місце в аналогічних випадках, при цьому встановлюється частота появи таких втрат. Якщо статистичний масив представницький, частоту виникнення визначеного рівня втрат (розподіл числа відповідних випадків на загальну кількість результатів аналогічних інвестиційних проектів) можна порівняти до імовірності їхнього виникнення і побудувати криву ризику.

Експертний метод застосовується, якщо фахівці оцінюють рівень та імовірність втрат у трьох характерних точках: припустимих, критичних і катастрофічних втратах. За ними можна орієнтовно відтворити всю криву ризику.

Розрахунково-аналітичний метод побудови кривої ризику базується на принципах теорії імовірностей. Для виміру загального ризику при інвестуванні використовується ряд показників з області математичної статистики. Насамперед це показник варіації (y^2), що вимірює дисперсію (відхилення) навколо очікуваної середньої величини показника економічної ефективності інвестицій (математичне очікування випадкової величини).

Чим більша варіація, тим більша дисперсія чи розкиданість порівняно з очікуваним середнім значенням. Тому цей спосіб оцінювання ризику використовується для визначення ризикової премії, що додається до норми доходу, як показник економічної ефективності, навколо якого вимірюється варіація. У цьому випадку доцільно використовувати внутрішню норму доходу чи рентабельність капіталу, які також вимірюються у відсотках.

Варіація становить суму квадратних відхилень (девіацій) від середньої величини — очікуваного значення показника економічної ефективності інвестицій, зважених за імовірністю кожної девіації.

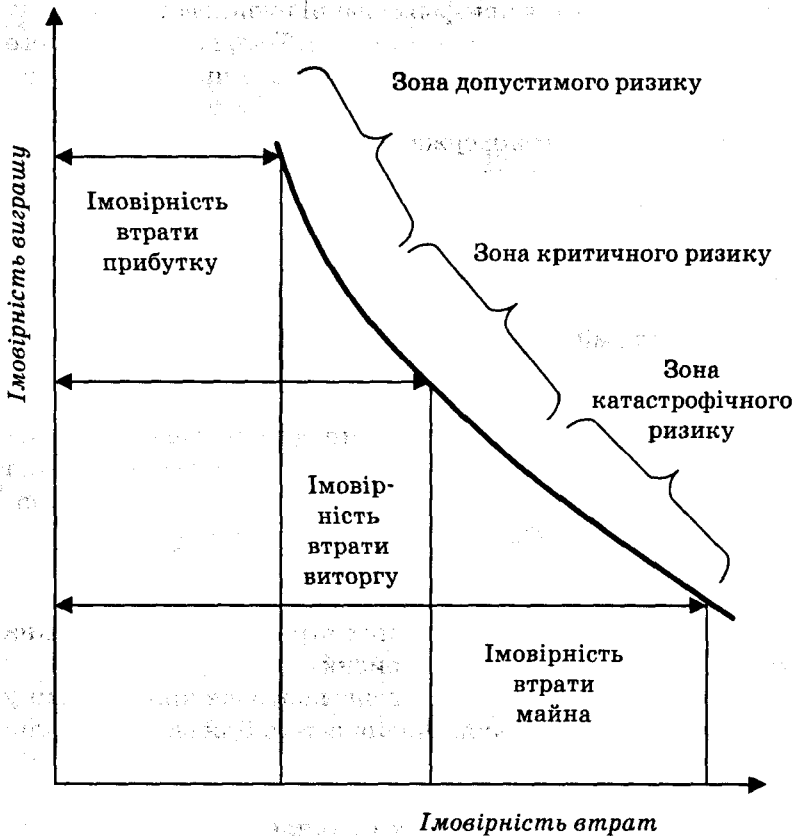


Рис. 9.2. Імовірність виникнення визначеного рівня втрат

Оскільки варіація вимірюється в тих самих одиницях, що й показник ефективності, але зведених у квадрат, оцінити економічний зміст варіації для інвесторів важко. Тому як альтернативний показник ризику звичайно використовують показник *стандартної девіації* (y) (середнє квадратичне відхилення), що є квадратним коренем варіації:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (P - P_{cp})^2 \cdot B_i}, \quad (9.1)$$

де n — кількість спостережень;

P — розрахунковий показник ефективності інвестицій при різноманітному стані зовнішнього і внутрішнього середовища проекту, із врахуванням ризиків;

P_{cp} — середнє очікуване значення показника ефективності проекту;

B_i — значення ймовірності, відповідне P , визначається таким чином:

$$B_i = \frac{K_i}{\sum_{i=1}^n K_j}, \quad (9.2)$$

де K — кількість випадків, настання відповідних обставин.

Стандартна девіація показує, наскільки в середньому кожен можливий варіант значення показника ефективності відрізняється від його середньої величини, тобто характеризує абсолютну величину ризику.

Ці показники використовуються як міра ризику, чим більша варіація, тим у середньому більша міра ризику.

Якщо варіація дорівнює 0, то ефективність не відхиляється від очікуваного значення, тобто не має невизначеності і ступінь ризику.

Наступний показник ризику — *коефіцієнт варіації* (CV):

$$CV = \frac{\sigma}{P_{cp}}. \quad (9.3)$$

Однією із різновидів статистичного методу оцінювання ризику є *“бета-аналіз”*, що застосовується для розрахунку величини ризику портфельних інвестицій.

Суть *“бета-аналізу”* зводиться до виявлення стійкості доходів певного інвестиційного проекту (виду цінних паперів) щодо

доходів за середнім показником добре диверсифікованої інвестиційної програми (портфеля цінних паперів):

$$\beta = \frac{R \cdot \sigma_i}{\sigma_R}, \quad (9.4)$$

де R — кореляція між дохідністю i -го проекту і середнім рівнем прибутковості програми в цілому;

σ_i — стандартна девіація прибутковості за i -м інвестиційним проектом;

σ_R — стандартна девіація прибутковості інвестиційної програми в цілому.

Використовуючи значення β -коефіцієнта, можна оцінити рівень ризику:

$\beta = 1$ — середній рівень ризику;

$\beta > 1$ — високий рівень ризику;

$\beta < 1$ — низький рівень ризику.

При використанні “*бета-аналізу*” норма доходу за інвестиційним проектом може бути розрахована за формулою

$$E_i = E_{\min} + (P_{\text{ср}} - E_{\min}) \cdot \beta, \quad (9.5)$$

де E_i — норма доходу проекту із врахуванням ризику;

E_{\min} — норма доходу за безризиковими інвестиціями;

$P_{\text{ср}}$ — середня норма доходу на інвестиційному ринку;

β — коефіцієнт, що характеризує рівень ризику.

Вищенаведена формула (9.5), що визначає взаємозв'язок рівня ризику і необхідної норми доходу, називається *цінковою моделлю капітальних активів, CAPM (capital asset pricing model)*.

Недолік статистичного методу оцінювання ризику полягає в необхідності великого масиву вихідних даних для розрахунку, що важко одержати. Тому на практиці при оцінюванні ризикової премії часто використовують *експертний метод*.

До змісту експертного методу входить оброблення думок фахівців про величину ризикової премії в цілому за проектом чи за окремими найбільш ймовірними з їхнього погляду видами ризиків.

Експертний метод оцінювання інвестиційного ризику широко використовують для визначення агрегованої ризикової премії (без поділу її за видами ризиків). При цьому необхідно

враховувати цільову спрямованість інвестицій, новизну і складність застосовуваного устаткування.

Для встановлення зразкових розмірів ризикової премії можна скористатися матеріалами дослідження ряду американських промислових компаній, що диференціюють норму доходу залежно від класу інвестицій (табл. 9.1).

Таблиця 9.1. Визначення величини ризикової премії залежно від класу інвестицій

Клас інвестицій	Норма доходу, %	Розмір ризикової премії, %
		(гр. 2 — 5)
1. Вкладення з метою збереження позицій на ринку (у підвищення якості продукції, рекламу)	6	1
2. Інвестиції на відновлення основних фондів	12	7
3. Інвестиції з метою економії поточних витрат (на базі нових технологічних рішень)	15	10
4. Вкладення з метою збільшення доходів (для проектів, спрямованих на розширення виробництва на новій технологічній основі на стабільному ринку)	20	15
5. Венчурні інвестиції (в інноваційні проекти)	25	20

З огляду на те, що рівень мінімально прийнятної (безризикової) норми доходу за кордоном становить приблизно 5 % (орієнтир — прибутковість 30-річної державної позики уряду США), можна визначити розмір ризикової премії за перерахованими класами інвестицій, віднімаючи із відповідного значення норми доходу величину безризикової складової.

Графічно зміна ризикової премії продемонстрована на рис. 9.3.

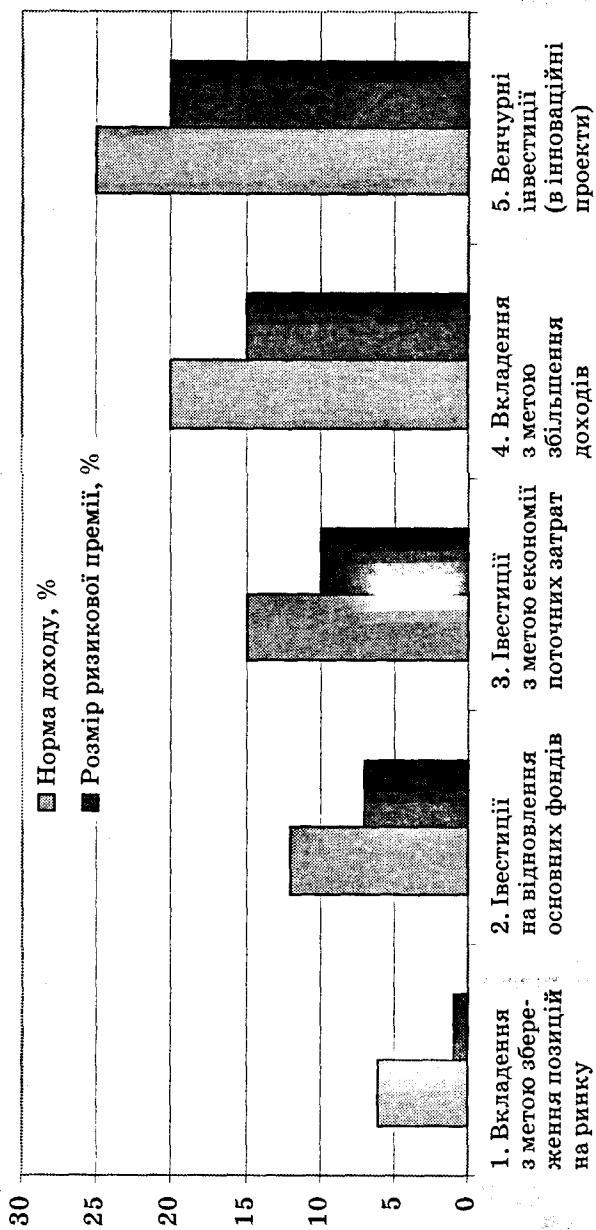


Рис. 9.3. Зміна ризикової премії

Оскільки наведена диференціація ризикової премії відбиває лише якісний рівень застосовуваної в проектах техніки і технології, її можна використовувати і для українських умов ведення бізнесу.

Іноземні інвестори прагнуть у величині ризикової премії врахувати ризик країни, при цьому для України рекомендується підвищувати безризикову норму доходу в 2 рази. Для закордонних країн такий ризик визначається на основі спеціалізованих рейтингів фірми BERI (Німеччина), Асоціації швейцарських банків, корпорації Ernst & Young.

Недолік експертного методу оцінювання — суб'єктивність, пов'язана із впливом на оцінку індивідуальних особливостей експерта.

Однак, незважаючи на недосконалість цього методу оцінювання ризику, відмовитися від його застосування в сучасних вітчизняних умовах ведення бізнесу не можна, оскільки цей метод є простим і наочним у використанні.

9.4. КОНЦЕПЦІЯ І МЕТОДОЛОГІЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНЮВАННЯ ФАКТОРА РИЗИКУ

Найбільшого значення впливу інвестиційного ризику можна визначити у двох напрямках:

1) *рівень ризику впливає на формування рівня прибутковості інвестиційних операцій підприємства.*

Відповідно до концепції співвідношення рівня прибутковості і ризику зростання рівня прибутковості інвестиційних операцій за інших однакових умов завжди супроводжується підвищенням рівня ризику й навпаки;

2) *інвестиційний ризик є основним форматом генерування прямої погрози банкрутства підприємства, тому що фінансові втрати, пов'язані з цим ризиком, є найбільш відчутними.*

Таким чином, *концепція обліку фактора ризику* полягає в об'єктивній оцінці його рівня з метою формування необхідного

рівня прибутковості інвестиційних операцій і розробки системи заходів, мінімізуючих його негативні фінансові наслідки для інвестиційної діяльності підприємства.

Об'єктивною необхідністю в аналізі концепції фактора ризику є розгляд імовірних ризиків інвестиційної діяльності у міжнародному лізингу. Так, питання гарантії є неодмінною складовою при висновку кожної без винятку лізингової угоди.

При проведенні переговорів з потенційним лізингоодержувачем лізингові компанії прагнуть виявити всі можливі заходи для фінансового забезпечення своїх ризиків.

Якщо не запропонувати з боку лізингової компанії ліквідної 100 % -ї гарантії виконання своїх зобов'язань, знову створені підприємства або підприємства, що не мають "гарної кредитної історії", практично не мають можливості одержати устаткування в лізинг навіть для високорентабельного проекту, бездоганного з погляду планування бізнесу.

У випадку, якщо підприємство може довести свою стійкість протягом тривалого (кілька років) періоду і платоспроможність на момент підписання угоди, лізингові компанії, попередньо вивчивши фінансово-господарську діяльність підприємства — лізингоотримувача й переконавшись у його надійності, неохоче, але все-таки погоджуються розділити з ним фінансові ризики за взаємною угодою.

Одними з факторів, що ускладнюють угоди міжнародного лізингу, є те, що лізингодавець і лізингоодержувач є резидентами різних держав, у яких діє своя юридична система.

Таким чином, угода має відповідати вимогам законодавств двох держав одночасно. Природно, що податкові наслідки угод міжнародного лізингу відрізняються від угод внутрішнього лізингу.

Угода, що може бути класифікована як угода фінансового лізингу в одній країні, буде визнана орендою або навіть продажем на виплату в іншій країні. Оскільки в цьому випадку до лізингоодержувача буде застосовуватися інший податковий режим, то це може викликати набагато більші витрати, ніж планувалося раніше.

Для лізингодавця вкрай важливо відстежити, наскільки зрозумілі й ефективні норми законодавства, що регулюють процедуру повернення лізингового устаткування у випадку порушення лізингоодержувачем своїх зобов'язань за угодою.

Також необхідно звернути увагу на місцеве законодавство, що регулює процедуру банкрутства підприємств, або визнання підприємства неплатоспроможним. Ці ризики можна знизити вибором для регулювання угоди міжнародного лізингу добре відомої правової системи, у якій вже відпрацьовані прецеденти різних ситуацій, що виникають при здійсненні подібних угод.

Основними видами ризиків, що виникають у практиці міжнародного лізингу, є:

1) *ризик виникнення додаткових податкових виплат.* Використання предмета договору лізингу в країні лізингоодержувача може призвести до того, що лізингодавець-нерезидент буде змушений виплачувати додаткові податки, пов'язані з тим, що майно, що належить йому на праві власності, знаходиться на території даної країни.

Як правило, на лізингові платежі в країні лізингоотримувача нараховується податок на доходи іноземних юридичних осіб, що має утримуватися платником. У випадку, якщо між державами, резидентами яких є сторони лізингової угоди, немає договору про запобігання подвійного оподаткування, то цей податок може стати серйозною перешкодою в розвитку міжнародних лізингових операцій між цими країнами.

Як правило, учасники угоди міжнародного лізингу повинні дійти згоди, таким чином лізингоодержувач буде відшкодовувати витрати як лізингодавця-нерезидента, так і кредитора-нерезидента з виплати податків на доходи іноземних юридичних осіб;

2) *кредитні ризики.* Інша проблема, з якою можуть зіштовхнутися учасники угоди міжнародного лізингу, — це оцінювання кредитних ризиків у країні лізингоодержувача. Справа в тому, які критерії, що застосовуються до оцінювання кредитоспроможності, можуть кардинально розрізнятися, особливо, якщо лізингодавець є резидентом країни з розвинутою ринковою економікою, а лізингоодержувач — резидент країни з економікою, що розвивається.

Як правило, частка позикового фінансування в капіталі компаній країн, що розвиваються, значно вища, ніж допускається в країнах з розвинутою економікою. Крім того, лізингодавцю часто буває важко знайти яку-небудь інформацію, що стосується діяльності компанії — потенційного лізингоодержувача.

Необхідно оцінити, наскільки просто буде вилучити майно у разі порушення лізингоодержувачем своїх зобов'язань і, як наслідок, реалізувати це майно.

Одним із можливих виходів можуть бути гарантії місцевого уряду або Центрального банку, і у деяких випадках страхування політичних ризиків;

3) *ризик*, пов'язані зі здійсненням конкретного проекту. Звичайно предметом угод міжнародного лізингу є транспортне устаткування (літаки, залізнична техніка, автомобілі) або інше одиничне устаткування (телекомунікаційне чи типографське устаткування).

У цьому випадку лізингодавець схильний до ризикових неплатежів із боку лізингоодержувача і до ризику щодо втрати устаткування, що зменшується за допомогою страхування майна — предмета лізингу.

Однак, якщо майно, надане за контрактами міжнародного лізингу, є частиною якого-небудь великого проекту, виникають додаткові ризики, а саме:

- *політичні ризики*. Ця категорія ризиків може містити зміни в місцевому законодавстві, що можуть призвести до зростання витрат, пов'язаних зі здійсненням угоди. Також у цю категорію входять ризик можливої експропріації, націоналізації, прямого або непрямого втручання держави у здійснення проекту і політична нестабільність;

- *ризик*, пов'язані з постачаннями сировини і матеріалів. Ці ризики зумовлені насамперед тим, що багато проектів (наприклад, нафтопереробні підприємства) у високому ступені залежать від обсягів і своєчасності постачання сировини;

- *ризик*, пов'язані з реалізацією продукції, мають на увазі необхідність в існуванні постійного числа стабільних покупців продукції, випущеної в результаті здійснення певного проекту;

- *валютні ризик*. Виникають внаслідок того, що практично у всіх країнах з економікою, що розвивається, великі проекти генерують доходи в місцевій валюті, тоді як лізингові платежі практично завжди прив'язуються до вільно конвертованої валюти.

Найбільш істотними факторами, які необхідно прийняти до уваги, укладаючи угоду міжнародного лізингу, є:

- *валюта, що буде використана для здійснення лізингових платежів;*
- *процедура одержання доходів, генерованих на території іншої держави (репатріація доходів);*
- *потенційні зміни в соціально-політичному кліматі країни на час дії лізингового договору.*

Інвестиційні проекти завжди сполучені деякими складовими "опціями" майбутнього ризику. Інвестор зацікавлений по можливості максимально знизити ризик своєї участі в проекті. Цілком уникнути ризику можна тільки відмовившись від участі в проекті, що означає відмову від одержання прибутку.

Інвестори повинні бути упевнені, що передбачувані доходи від проекту будуть достатні для покриття витрат, виплати заборгованостей і забезпечення окупності капіталовкладень. Гарантією для інвестора можуть бути не тільки заставні зобов'язання, але і наявність впевненості в існуванні можливості успішного збуту виробленої продукції, — впевненість у життєздатності проекту.

Лізингоодержувач може зіштовхнутися із короткостроковою зміною кон'юнктури ринку, падінням попиту на вироблену продукцію або зниженням цін на неї внаслідок надвиробництва. Це може негативно вплинути на його платоспроможність, викликати затримку лізингових платежів. Щоб захиститися від таких коливань, передбачувані щорічні доходи від проекту повинні перекиватися максимальними річними виплатами за заборгованостями.

Є кілька способів зниження комерційного ризику для інвестора:

- *розподіл ризику між іншими учасниками проекту.* Розподіл ризику передбачає, що учасники проекту приймають ряд рішень, які або розширюють, або звужують діапазон потенційних інвесторів. Чим вища частка ризику, тим складніше знайти інвестора;
- *диверсифікованість ризиків.* Диверсифікованість — це процес розподілу вкладених засобів між різними об'єктами вкладення, що технологічно не пов'язані між собою. Вкладення засобів інвестора в кілька різних проектів замість одного збільшує імовірність одержання ним середнього доходу в кілька разів і, відповідно, в таке ж число разів знижує ступінь ризику;

- *лімітування ризиків.* Лізингові компанії або лізингові підрозділи банківських структур використовують додатковий метод зниження ризиків у вигляді введення лімітування лізингоодержувача, тобто встановлення обмежувальних сум на одного позичальника. Ліміт може бути встановлений у вигляді фіксованої суми або у відсотковому відношенні до величини власного, притягнутого капіталу компанії. Подібний спосіб зниження ризиків найчастіше регламентується законодавством країни і дає змогу зберігати стійкість фінансової системи в цілому;

- *страхування угоди від можливих збитків.* Страхування фінансових ризиків є одним із найбільш поширених способів зниження його ступеня. Для лізингодавця страхування — це одна зі статей витрат, що не може перевищувати суму одержуваного прибутку, тому що в цьому випадку угода стає нерентабельною.

Крім страхування фінансових ризиків, може використовуватися страхування устаткування, страхування вантажів, страхування ризику підрядного будівництва та ін. Залежно від конкретного проекту можуть застосовуватися різні види страхування;

- *зниження ступеня ризику шляхом резервування засобів на покриття непередбачуваних витрат.* Створення резерву засобів є ще одним способом зниження ризику, що передбачає встановлення співвідношення між потенційними ризиками, що впливають на вартість проекту, і розміром витрат, необхідним для подолання збоїв у виконанні проекту. Для визначення суми резерву на покриття непередбачуваних витрат необхідно мати оцінку потенційних наслідків ризиків, враховувати точність первісної оцінки вартості проекту і його елементів залежно від етапу проекту. Навіть успішні проекти можуть зіштовхнутися з тимчасовим зниженням доходів через короткострокове падіння попиту на вироблений продукт або зниженням цін через надвиробництво продукту на ринку. Ці обставини можуть змушувати інвестора використовувати резервні фонди для додаткового фінансування для зміни масштабів проекту. Резервний фонд має підтримуватися на визначеному рівні протягом усього строку лізингового договору.

З погляду інвестора дуже важливо проаналізувати стратегію реалізації проекту з урахуванням ризикових ситуацій, розро-

бити методи зниження ризиків, включаючи резервування частини засобів на непередбачені витрати. Лізингоодержувач повинен працювати в тісному контакті з лізингодавцем для забезпечення повноти інформації.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. Поняття невизначеності та ризику.
2. Управління інвестиційними ризиками.
3. Стратегії зменшення ступеня ризику.
4. Напрямки відображення ризику в розрахунках економічної ефективності інвестицій.
5. Які способи мінімізації ризиків?
6. Врахування ризиків при обґрунтуванні ризикової премії.

Термінологічний словник ключових понять теми

Невизначеність — це неповнота і неточність інформації про внутрішні і зовнішні умови реалізації проекту, тому можливі ті чи інші непередбачені події, ймовірні характеристики яких не відомі.

Ідентифікація ризиків — це процес систематичного виявлення джерел і класифікації ризиків, визначення факторів, що впливають на їх вияв, і попередньої оцінки прогнозованої значимості різних факторів для реалізації інвестиційного проекту.

Ризик інвестиційної діяльності — це небезпека потенційно можливої втрати підприємцем ресурсів, недоодержання доходів (чи навіть збитків) порівняно з варіантом, розрахованим на оптимальне використання ресурсів, чи появи додаткових витрат у результаті реалізації інвестиційного проекту.

Венчурний капітал (ризиковане інвестування) впроваджується з метою швидкої окупності залучених коштів. Венчур-

ний капітал створюється шляхом випуску нових акцій та їх розповсюдження у нових сферах діяльності.

Позички під заставу — це позички, забезпечені з боку позичальника заставними активами.

Лімітування — встановлення підприємством гранично припустимої суми засобів, що спрямовуються на виконання визначених операцій, неповернення яких істотно відобразиться на фінансовому стані підприємства.

Варіація — це сума квадратних відхилень (девіацій) від середньої величини — очікуваного значення показника економічної ефективності інвестицій, зважених за ймовірністю кожної девіації.

Самостраховання — це інвестування засобів (фінансування проекту) тільки в тому випадку, якщо очікуваний прибуток вищий, ніж вартість капіталу плюс надбавка за ризик. Самостраховання має успіх тільки в тому випадку, коли інвестор має портфель інвестицій, і наявність ймовірних ризиків розподілено за різними напрямками діяльності.

Гарантований кредит — кредит, що видається під письмове зобов'язання третьої сторони сплатити борг у разі відмови від його сплати позичальником.

Диверсифікація — розподілення цінних паперів портфеля таким чином, щоб досягти максимального доходу при мінімальному ризику.

Питання для підсумкового контролю знань

1. Розкрити сутність методу оцінювання ризику “бета-аналіз”.
2. Розкрити сутність статистичного та експертного методів обґрунтування ризикової премії.
3. Охарактеризуйте наявні види невизначеності в інвестиційній діяльності.

4. Які типи інвестиційних ризиків можна віднести до класифікації за причинами виникнення?

5. Які типи інвестиційних ризиків можна віднести до класифікації за сферою виникнення в ході реалізації інвестиційного проекту?

6. Охарактеризуйте поняття “ризик-менеджмент”.

7. Що належить до цілей управління інвестиційними ризиками?

8. Що є основою ефективного керування інвестиційною діяльністю?

Тести

1. *Форма кредитування експортера банком чи іншим фінансово-кредитним закладом шляхом придбання боргових зобов'язань з певним дисконтом:*

- а) фінансування фортфейтингом;
- б) боргове фінансування;
- в) державне кредитування;
- г) фінансування на консорціумних засадах;
- д) реалізація стратегічного альянсу.

2. *Система збирання та обробки фінансової інформації про фірму, яка дозволяє виносити компетентну думку стосовно фінансового стану цієї фірми:*

- а) екаунтинг;
- б) інжиніринг;
- в) бізнес-франчайзинг;
- г) спот;
- д) фортфейтинг.

3. *Операція, яка дозволяє позичальнику прискорити повернення свого оборотного капіталу, скорочуючи тим самим потребу в його фінансуванні:*

- а) факторинг;
- б) фортфейтинг;
- в) екаунтинг;
- г) франчайзинг.

4. Багатоетапний процес, що починається з висування ідеї і закінчується аналізом системи кількісних показників:

- а) бюджетування;
- б) дотування;
- в) екаунтинг;
- г) бізнес-франчайзинг.

5. Джерела фінансових вкладень, які за рахунок центральних кредитних ресурсів НБУ спрямовуються на виконання цільових інноваційних програм, пов'язаних із впровадженням прогресивних технологій:

- а) державні цільові кредити;
- б) державні кредити;
- в) бюджетні асигнування;
- г) державно-комерційне фінансування.

6. Емісія розміщення державних цінних паперів під конкретні проекти, програми, а також лізингове фінансування, це:

- а) нетрадиційні джерела фінансування;
- б) консорціумне кредитування;
- в) змішане фінансування;
- г) державно-комерційне фінансування;
- д) бюджетні асигнування.

7. Взаємовиключні напрями інвестицій, які дають змогу розв'язати проблему вибору шляхом пошуку варіанта, що є найдешевшим за інших однакових умов:

- а) альтернативні інвестиційні проекти;
- б) сполучені інвестиційні проекти;
- в) конкуруючі інвестиційні проекти.

8. Вид моніторингу інвестиційного процесу, який проводить ся інвестором, замовником, фірмою-девелопером за його дорученням, а також іншими учасниками проекту на першому етапі освоєння інвестицій:

- а) фінансовий моніторинг;
- б) маркетинговий моніторинг;
- в) технічний моніторинг.

9. Вид моніторингу інвестиційного процесу, який здійснюється у розрізі використання джерел фінансування: власних, запозичених або залучених коштів. У процесі цього виду моніторингу виявляються відхилення від програми реалізації проекту:

- а) фінансовий моніторинг;
- б) маркетинговий моніторинг;
- в) технічний моніторинг.

10. Показник достатності капіталу визначається, як відношення:

а) $\frac{\text{Власні кошти}}{\text{Залучені кошти}}$;

б) $\frac{\text{Власні кошти}}{\text{Активи банку}}$;

в) $\frac{\text{Капітал банку}}{\text{Зобов'язання банку}}$.

11. Показник ліквідності банку при оцінюванні інвестиційної привабливості банків визначається як відношення:

а) $\frac{\text{Власні кошти}}{\text{Залучені кошти}}$;

б) $\frac{\text{Власні кошти}}{\text{Активи банку}}$;

в) $\frac{\text{Капітал банку}}{\text{Зобов'язання банку}}$.

Тема 10

**РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ
В УКРАЇНІ**

- 10.1. *Поняття та історія виникнення венчурного бізнесу.*
- 10.2. *Роль, умови та етапи венчурного фінансування.*
- 10.3. *Організаційні форми венчурного підприємництва.*
- 10.4. *Можливості венчурного інвестування в Україні.*
- 10.5. *Основні організаційні форми венчурного фінансування в Україні.*
- 10.6. *Проблеми та перспективи розвитку венчурного бізнесу в Україні.*

Найвища кмітливість складається в тому, щоб усьому давати істинну ціну.

Ф. Ларошфуко

10.1. ПОНЯТТЯ ТА ІСТОРІЯ ВИНИКНЕННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ

Венчурний капітал, як альтернативне джерело фінансування приватного бізнесу, зародився в США в середині 50-х років. У Європі він з'явився тільки наприкінці 70-х років. До виникнення венчурного капіталу у світі були відомі кілька джерел фінансування малого і середнього бізнесу: банківський капітал, великі корпорації та компанії і заможні люди, яких американці й англійці з властивою англійській мові багатозначністю називають “ангели бізнесу” (*business angels*).

Підприємець-початківець міг організувати свою справу, діючи за принципом “пан або пропав”. Щоб залучити необхідні для “розкручування” бізнесу засоби, він позичав гроші в родичів, друзів, знайомих, закладав будинок і майно, сподіваючись тільки на успіх і власні сили.

Як і будь-яке неординарне починання, новий бізнес мав потребу в сильних та енергійних особистостях і новаторських підходах.

Усе почалося в Силіконовій долині — колиски сучасної інформатики і телекомунікацій. У 1957 р. Артур Рок (Arthur Rock), який у той час працював в інвестиційній банківській фірмі на Уолл Стріт, одержав листа від Юджина Клейнера (Eugene Kleiner), інженера з компанії Shokley Semiconductor Labora-

tories. Глава фірми, Вільям Шоклі (William Shockley) тільки що удостоївся Нобелівської премії за винахід транзистора, але Юджин і кілька його колег були не дуже задоволені своїм шефом. Вони шукали фірму, яка зацікавилася б ідеєю виробництва нового кремнієвого транзистора.

Так, Рок показав лист своєму партнерові і переконав його разом полетіти в Каліфорнію, щоб на місці вивчити пропозицію Юджина. Після їхньої зустрічі було вирішено, що Рок збере 1,5 млн дол. для фінансування проекту Клейнера. Рок звернувся до 35 корпоративних інвесторів, але ніхто з них не наважився взяти участь у фінансуванні запропованої угоди, хоча, здавалося, усі були зацікавлені його пропозицією. Ніколи раніше ще не доводилося створювати спеціальну фірму під абсолютно новою ідеєю, так ще й фінансувати теоретичний проект. Здавалося б, що всі можливості були вичерпані, і витівка приречена. Але тут, випадково, як і багато чого в цьому світі, хтось порадив Року поговорити із Шерманом Ферчайлдом (Sherman Fairchild). Шерман сам був винахідником і вже мав досвід створення нових технологічних компаній. Саме він надав необхідні 1,5 млн дол.

Так була заснована Fairchild Semiconductors — прабатько всіх напівпровідникових компаній Силіконової долини. Після цього у Рока були ще Intel і Apple Computer. До 1984 р. ім'я Артура Рока стало синонімом успіху. Власне кажучи, саме він, схоже, був першим, хто взагалі вжив термін "*венчурний капітал*".

До появи венчурного капіталу в Європі більше 15 років тому, приватні підприємці просто не мали вільного доступу до джерел фінансування акціонерного капіталу.

Із середини 80-х років європейські вкладники стали більше цікавитися можливостями інвестицій в акції, вкладаючи менше засобів у традиційні для них активи з фіксованим доходом.

Піонером венчурної індустрії в Європі була і залишається Великобританія — найстарший і найбільш могутній світовий фінансовий центр. У 1979 р. загальний обсяг венчурних інвестицій у цій країні становив всього 20 млн англійських фунтів, а вже через 8 років, у 1987 р. ця сума становила 6 млрд фунтів.

Протягом 90-х років венчурний бізнес у Європі акумулював 46 млрд ЕКЮ довгострокового капіталу, і нині кількість проінвестованих часток компаній становить близько двохсот тисяч.

Венчурні фонди в Україні стали створюватися в 1994 р. з ініціативи Європейського банку реконструкції і розвитку (ЄБРР).

Регіональні венчурні фонди (РВФ), число яких становить 10, утворені в 10 різних регіонах України.

Одночасно з ЄБРР інша велика фінансова структура — Міжнародна фінансова корпорація (International Finance Corporation) також зважилася на участь у створюваних венчурних структурах разом з деякими відомими у світі корпоративними і приватними інвесторами.

Отже, у загальному розумінні **венчурний капітал** — це вкладені грошові кошти великих компаній, банків, страхових, пенсійних та інших фондів у сферу підвищеного ризику, новий бізнес, який поступово розширюється в процесі просування на ринок нових технологій.

Поняття “**венчурний капітал**” походить від англ. слова *venture*, що означає “ризикована справа або починання”. **Кінцева мета венчурного капіталіста** — це продаж своєї частки вже стабільно працюючого, успішного підприємства за значно вищу ціну, що дасть змогу не тільки повернути вкладені кошти, але і суттєво заробити на профінансованому проєкті.

10.2. РОЛЬ, УМОВИ ТА ЕТАПИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

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

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

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

Венчурне фінансування здійснюють по-різному. Найтипівіше проходить у *два етапи*. На *першому етапі* відбувається акумуляція коштів з різних джерел капіталу.

Джерелами венчурного фінансування є:

- вільні фінансові ресурси пенсійних, благодійних фондів;
- державні структури;
- корпоративний венчурний капітал;
- приватні інвестори;
- прибуток венчурних фондів, що реінвестується в інноваційні проекти;
- інвестиційні компанії малого бізнесу;
- “зовнішні” венчурні фонди;
- зарубіжні інвестори;
- страхові компанії;
- банки;
- “незалежні” венчурні фонди.

На *другому етапі* здійснюється розподіл коштів фонду серед відібраних після експертизи проектів, що істотно знижує ризик втрати коштів венчурного капіталу.

Є низка умов венчурного фінансування:

- підприємство, в яке вкладаються кошти венчурного фонду, не повинне бути державним, командитним, індивідуальним чи кооперативним. Воно обов'язково має бути акціонерним або в ході інвестування стати акціонерним;
- підприємство має забезпечити зростання капіталу на 30—50 % (за 5 років сподівання отримати 50 млн прибутку);
- необхідний ефективний механізм продажу акцій.

Венчурні фонди заробляють свої прибутки інакше, ніж, скажімо, банки. Підприємцям вони надають кошти на безвідсотковій основі, а в обмін отримують цінні папери, що підтверджують право на участь у бізнесі і розподілі прибутків. Здебільшого венчурні фонди не купують акції на вторинному ринку, а є фондами прямих інвестицій. Отже, венчурних інвесторів цікавить

приріст ціни придбаних цінних паперів. Професійний керуючий венчурних фондів — венчурний капіталіст, який є можливим власником фірми з управління венчурними фондами. Власниками таких фірм можуть бути будь-які фінансові організації. Отже, *венчурний капіталіст* — це і фізична, і юридична особа (фірма з управління капіталом).

Підприємці та інституційні інвестори висувають високі вимоги до професійних менеджерів венчурного капіталу, адже кошти вкладаються у фонди під відповідальність і кваліфікацію венчурних капіталістів. Ця професія дуже рідкісна і дефіцитна. Так, в Європі налічується близько двох тисяч професіоналів з управління венчурними фондами, причому більшість з них живе в одній країні — у Великобританії.

Інвестори, вкладаючи кошти у венчурні фонди, висувають певні умови:

- капітал може надаватися підприємцям на певний строк;
- на відбір ризикових проектів венчурний капіталіст може витратити тільки певну суму із фонду;
- у разі продажу акцій венчурних фірм венчурний капіталіст отримує у вигляді винагороди частину венчурною сумою.

Через певний строк інвестори отримують різницю в цінах акцій на момент їх придбання і момент продажу з урахуванням щорічних витрат на управління фондом і премії венчурному менеджеру.

Практичний досвід свідчить, що найбільша кількість підприємств, прийнятих до інвестування венчурними фондами, були рекомендовані професіоналами, які користуються довірою венчурного капіталіста. Це можуть бути консалтингові, екаунтингові, юридичні фірми, бізнес-інкубатори, венчурні капіталісти інших фондів, банки тощо.

Наприклад, венчурний капіталіст Франц Хелбиг із Techno Venture Management наводить таку статистику зі свого фонду: із загальної кількості проектів, прийнятих на фінансування, 95 % становили рекомендовані проекти.

Отже, *метою венчурного підприємництва* є отримання надприбутків після завершення технологічного циклу нововведення і одночасний вихід з цієї сфери суб'єктів після виконання ними своєї місії. Ця процедура називається *виходом із венчурного бізнесу* і здійснюється в таких *основних формах*:

- публічний продаж акцій;
- продаж акцій стратегічному інвестору;
- продаж акцій фінансовим інвесторам.

Щоб мати уявлення про ті взаємозв'язки, що складаються між різними суб'єктами в процесі руху венчурного капіталу, необхідно детальніше проаналізувати джерела венчурного капіталу і мотиви його інвесторів.

Найбільшим джерелом грошових коштів у США є *закриті партнерства* з венчурним капіталом (їх ще називають незалежними венчурними фондами).

Фонди, де капітали перевищують 1 млрд дол., здебільшого вкладають свої кошти не в один проєкт, а в декілька, щоб знизити ризик їх втрати. Крім того, вони фінансують інноваційні фірми на різних етапах їх життєвого циклу. Досягнувши успіху у своєму бізнесі, вони дістають можливість залучати кошти банків, страхових компаній та інших джерел. Але якщо венчурним капіталістам все ж таки не вистачає коштів для фінансування великих проєктів, то деякі з них продають свої акції на відкритих ринках капіталу. Так утворюються *зовнішні фонди венчурного капіталу* (їх ще називають *відкриті*, або *публічні*). Діяльність цих фондів аналогічна до закритих пулів, але є один виняток: їх робота детально висвітлюється пресою. Надання обов'язкової інформації встановлюється Комісією з цінних паперів і діяльності бірж.

У венчурному фінансуванні беруть участь і *великі корпорації*. Характерним для них є зацікавленість не тільки у досягненні максимально можливих доходів на свої вкладення, а й можливість підвищити ефективність інноваційного процесу, що досягається завдяки венчурному капіталу.

Під час здійснення інноваційного процесу великі корпорації стикаються з цілою низкою проблем. Інновація як якісне зрушення у випуску продукції і вдосконаленні технології створює загрозу нормальному процесу відтворення капіталу корпорації. Тому постає необхідність відокремлення частини капіталу корпорації для здійснення інноваційного процесу. Цей процес поступово набув форми *венчурного фінансування*, а відокремлена частина промислового капіталу стала *складовою венчурного капіталу*.

Корпорації відокремлюють частину своїх коштів, передбачених для фінансування науково-технічного розвитку, і нада-

ють їх у розпорядження венчурним капіталістам. Участь корпорацій у венчурному фінансуванні зумовлена вимогами розвитку інноваційного характеру виробництва, серед яких головну роль відіграє модифікація організаційно-економічних і соціальних відносин.

Організаційне венчурне фінансування корпорацій здійснюється у вигляді спеціальних філіалів корпорацій — *фондів венчурного капіталу*, а також у формі співучасті на правах обмежених партнерів у незалежних фірмах венчурного капіталу.

Під час здійснення інноваційного процесу фірми венчурного капіталу в обох випадках виконують роль своєрідного посередника в симбіозі корпорацій і венчурних фірм. Корпорації використовують досвід венчурних капіталістів в організації інноваційного процесу в малих фірмах і підвищенні його ефективності, знижуючи ризик за рахунок диверсифікації інвестицій.

Значного поширення набула практика корпорацій з придбання у свою власність венчурних фірм внаслідок операцій викупу цінних паперів цих фірм.

Такий механізм дає змогу підвищити ефективність структурної перебудови корпорацій, надати їм гнучкість для пристосування до науково-технічного прогресу. Отже, мета, яку переслідують фонди корпорацій, вкладаючи інвестиції в малий інноваційний бізнес, різноманітна. Насамперед у разі успіху мала фірма стає об'єктом можливого приєднання до великої корпорації.

Диверсифікація здійснюється з надією, що інвестиції будуть прибутковими. Інвестиції розглядаються як інструмент дослідження і розробки — вікна в нову технологію. Вони використовуються як метод підтримки та одержання доступу до передових технологій з метою отримання прибутків.

Важливу роль у наданні фінансової підтримки наукомістким компаніям відіграють *банки*. Інвестиційні банки продають акції цих компаній на фондових ринках, залучаючи тим самим капітал для фінансування останніх стадій життєвого циклу фірм. Поступово розширюючи спектр своїх послуг, банки почали засновувати власні фірми з венчурним капіталом. Таким чином, вони стали вкладати кошти в проекти і на ранніх стадіях. У разі успіху справи це дає змогу отримувати величезні прибутки.

Серед джерел фінансування європейського венчурного капіталу велика частка належить саме банкам. На частку венчурних фондів, які є структурними підрозділами банків, припадає близько третини їх загального обсягу. Так, у Великобританії ця величина становить 18,7 % (табл. 10.1), а в Голландії — 29,17 %. Хоча ці фонди не мають жодних пільг і їм складно конкурувати з незалежними фондами венчурного капіталу, великі інвестиційні банки все ж створюють у своїх структурах і забезпечують фінансовими ресурсами спеціалізовані венчурні підрозділи з метою диверсифікації портфеля послуг і розширення бази клієнтів.

Таблиця 10.1. Джерела фінансування венчурного капіталу в Європі, питома частка, %

Джерела фінансування	Голландія	Великобританія
Банки	29,17	18,70
Пенсійні фонди	9,53	29,52
Страхові компанії	23,51	13,16
Академічні інститути	0	0,33
Корпоративні інвестори	1	13,78
Приватні інвестори	0	3,19
Державні структури	0	1,18
Прибуток венчурних фондів, який реінвестується в нові фонди (проекти)	35,71	12,43
Інші джерела	1,07	7,72

Істотний внесок у венчурне фінансування роблять пенсійні фонди. Багато фахівців підкреслюють зростання ролі пенсійних фондів у процесі акумуляції й перерозподілу фінансів у рамках сучасної банківської системи.

Надзвичайно велику роль відіграють пенсійні фонди у здійсненні контролю за рухом капіталу. Акумулюючи кошти в рамках пенсійних програм і держави, вони нагромаджують частину необхідного й додаткового продукту і створюють можливість інтенсифікації процесу нагромадження та прискорення руху капіталу. Як джерело для венчурного капіталу пенсійні фонди

мають великий потенціал. Насамперед це пов'язано з характером діяльності пенсійних фондів і наданням пільг у вигляді звільнення від податку на приріст капіталу, а також передбаченою потребою в готівці. Вкладники пенсійних фондів зацікавлені в захисті грошових коштів від інфляції та зростанні своїх доходів, що є спонукальними мотивами до інвестиційної діяльності пенсійних фондів. Пенсійні фонди шукають надприбутковій сфері вкладення капіталу. Серед інших джерел фінансування значну частку займають європейські пенсійні фонди. Так, їх частка у Великобританії становить 29,52 % (найбільший відсоток серед інших джерел) і 9,53 % у Голландії.

Поряд з пенсійними фондами дедалі активнішими вкладниками в незалежні фірми венчурного капіталу стають *страхові компанії*. У Голландії вони посідають наступне місце після банків. Характерним для венчурного фінансування пенсійних і страхових компаній є те, що вони з метою зниження ризику фінансують останні стадії інноваційного процесу.

У США є і закриті фірми з венчурним капіталом, які діють на основі ліцензії Управління у справах малого бізнесу відповідно до встановлених правил. Вони називаються *інвестиційними компаніями малого бізнесу*. Є компанії, які належать представникам національних меншин. Ці фірми залучають кошти з різних джерел, а також позики від уряду і вкладають їх в обмежене коло підприємств.

Забороняється вкладати інвестиції у такі організації:

- компанії, які не належать до переробних, із власним капіталом, що перевищує 6 млн дол.;
- компанії, що не належать до переробних, із середньою величиною прибутку понад 2 млн дол. після сплати податків за кожний із двох попередніх років;
- компанії переробних галузей із чисельністю працюючих понад 250 осіб (із власним капіталом понад 6 млн дол. і прибутком понад 2 млн дол.);
- інвестиційні компанії;
- кредитні установи.

Отже, діяльність цих компаній підконтрольна, що примушує їх функціонувати лише в певних межах. Ці обмеження стосуються розміру власного капіталу (у випадку інвестиційних компаній малого бізнесу — від 500 тис. до 10 млн дол., а у випадку

фірм національних меншин — мінімальний рівень 1 млн дол.) і характеру проектів (операції з нерухомістю виключаються).

До шляху вищенаведеного виду фінансування підключаються і *кошти уряду*. Держава має змогу спрямувати діяльність інвестиційних компаній у русло своїх інтересів. Насамперед це стосується заохочення підприємств, діяльність яких тісно пов'язана з наукомісткими галузями. Джерелом фінансування інноваційних проектів є уряди держав і штатів США, які зрозуміли значення підтримки молодих компаній для економіки країни.

Більше половини урядів штатів США здійснюють фінансування наукомістких підприємств на початкових, достартових етапах життєвого циклу, адже їх метою є не тільки отримання прибутків, а й залучення підприємців і вчених до венчурного бізнесу. Деякі штати утворили значні за розмірами пули венчурного капіталу — від 5—10 млн. дол. до кількох сотень мільйонів. Але ці кошти значно менші від капіталу великих венчурних інвесторів. Тому і суми інвестицій не такі великі — від 100 до 500 тис. дол.

Варте уваги таке нетрадиційне джерело венчурного фінансування, яке надається каналами невидимого венчурного ринку. Скажімо, у США — це ризиковий капітал обсягом 2 млн дол. дуже багатих *приватних осіб*, кожна з яких має понад 1 млн дол., включаючи боргові зобов'язання. У колі підприємців їх ще називають "*ангелами бізнесу*", адже вони вкладають у наукомісткі виробництва від 5 до 50 % свого інвестиційного портфеля. Крім того, у США щороку вкладається приватними особами понад 30 млрд дол. у майже 100 тис. підприємств, а загальний обсяг інвестицій коливається в межах 100—300 млрд дол.

"*Ангели бізнесу*" в США — це здебільшого чоловіки, середній вік яких становить 48 років. Вони мають щонайменше ступінь бакалавра, а понад половина з них ще вищі освітні ступені. Яскравим прикладом "ангела бізнесу" є Біл Гейтс — науковець і керуючий кількома підприємствами біотехнічної галузі. Заможні американські громадяни інвестують у ризиковані підприємства не більше 20 % свого капіталу. Потенційні інвестори вкладають свої кошти в об'єкти, розташовані не далі, ніж за 160 км від власної домівки.

Це пояснюється тим, що три чверті підприємців США під час опитування повідомили, що співпраця між ними і "ангелами

“Ангели бізнесу” зацікавлені вкладати свої капітали у венчурні підприємства і власні ноу-хау. Тобто вони інвестують у цей бізнес не тільки гроші, а й свої знання і досвід, щоб бути причетними до роботи венчура і допомогти у ризиковому бізнесі.

бізнесу” є досить плідною. Приватні інвестори нерідко входять до ради директорів або працюють в інвестованій фірмі повний чи неповний робочий час. Але за взаємною згодою вони не повинні перетинати межу між дружньою допомогою і порадою та дріб'язковою опікою.

Приватних інвесторів можна класифікувати за такими групами:

- особи з досвідом інвестування в підприємницькі венчури;
- зацікавлені потенційні інвестори, які не мають досвіду, але прагнуть долучитися до ринку;
- незацікавлені інвестори, які здебільшого не бажають вкладати свій капітал у ризиковані проекти.

Прагнення отримати кошти від “ангела бізнесу” зростає, якщо підприємець має хороший бізнес-план. Є такий вислів: “Знайди одного ангела і знайдеш п’ять чи десять”. Але це дуже нелегка справа, адже ринок венчурного капіталу “невидимий”.

У США є інформаційна мережа венчурного капіталу, які допомагають встановити контакти між приватними інвесторами та підприємцями.

Є також спеціальні посібники для венчурних підприємців, де містяться **поради, як знайти “ангела”.**

Наведемо основні з них:

- шукати приватних інвесторів поблизу, адже більшість із них вкладають кошти у підприємства, до яких вони можуть дістатися за 12 годин;
- шукати інвесторів, які знайомі з вашими технологіями і ринком, тоді вони швидше зацікавляться підприємством;
- оскільки багато “ангелів” займаються благодійною діяльністю, то необхідно шукати їх імена у місцевій пресі, у раді директорів таких організацій та серед їх спонсорів;
- більшість “ангелів” ризикові люди і не тільки за професією. Багато з них яхтсмени, пілоти, їхні приватні яхти та літаки зареєстровані, а ця інформація доступна;

- шукати “ангелів” серед власників дорогих автомобілів;
- використовувати інформацію адвокатів, бухгалтерів, банкірів, які спеціалізуються на обслуговуванні молодих та швидкозростаючих компаній;

• шукати і складати список потенційних інвесторів ще за шість місяців до того, як знадобляться інвестиційні кошти.

Дуже часто “ангели” шукають нефінансової віддачі.

Нефінансові фактори можна поділити на кілька категорій. Деякі з них впливають на почуття соціальної відповідальності, інші формують так званий психологічний прибуток, який є добрим мотивом для багатьох приватних інвесторів.

Так, *інвестор навіть погоджується на нижчу норму прибутку, якщо з допомогою його коштів*: створюються робочі місця у регіонах високого безробіття; розробляються соціальні корисні технології; підтримується жіноче підприємництво; поліпшується стан довкілля; пожвавлюється економічна ситуація в регіоні.

Поряд з місіонерськими цілями “ангели” нерідко роблять інвестування, так би мовити, з розважальною метою, тому багатьох з них називають “шукачами пригод”. Без сумніву, велика роль “ангелів бізнесу” у формуванні достартового і стартового капіталу венчурних підприємств, куди інші інвестори вкладають свої кошти не ризикують.

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

Венчурні фонди беруть участь у фінансуванні фірм на різних етапах життєвого циклу нововведення. Але у кожного типу фондів певна специфіка, що знаходить відображення в розподілі коштів на цих етапах (табл. 10.2).

Як бачимо, інвестиційні компанії малого бізнесу не дозволяють собі витрачати багато коштів на достартове фінансування, адже цей етап має найвищий ступінь ризику. А венчурні фонди корпорацій значну частку своїх коштів витрачають саме на цьому етапі, оскільки ці кошти спрямовуються на створення і розвиток внутрішніх венчурів.

Таблиця 10.2. Участь фондів венчурного капіталу на різних етапах фінансування життєвого циклу нововведення, %

Назва етапів фінансування	Види фондів		
	інвестиційні компанії малого бізнесу	“незалежні” венчурні фонди	венчурні фонди корпорацій
Достартове	5,1	11,9	16,9
Стартове	22,9	32,9	28,0
Підготовчий етап	31,8	26,3	24,2
Основний етап	17,2	12,0	13,4
Звужене	15,9	13,2	15,3
Інші етапи	7,1	3,7	2,2
Усього	100,0	100,0	100,0

Зарубіжні дослідники зазначають, що основна частина капіталу витрачається на стартове і розширене фінансування. Тобто інвестиційні компанії малого бізнесу витрачають на ці етапи 71,9 %, “незалежні” венчурні фонди — 71,2, а венчурні фонди корпорацій — 69,6 % своїх фінансових коштів, — саме стадія технологічного циклу нововведення “виникнення і зростання” найбільш капіталомістка.

Інвестиційні компанії малого бізнесу найбільшу частку своїх коштів витрачають на другому етапі фінансування нововведення, а “незалежні” венчурні фонди і внутрішньокорпоративний капітал — на першому етапі. Це пояснюється тим, що інвестиційні компанії малого бізнесу діють відповідно до встановлених правил, а тому й уникають надмірного ризику. Вони підключаються до активного фінансування, коли новинка наближається до серійного виробництва.

На відміну від “незалежних” венчурних фондів інвестиційні компанії і венчурні фонди корпорацій зацікавлені у викупі контрольного пакета акцій і придбанні цієї фірми. Таким чином, корпорації намагаються диверсифікувати свою діяльність, зайняти нову ринкову нішу на випадок економічних ускладнень в основній сфері їх діяльності. Інвестиційні компанії прагнуть

закріпити за собою фірму, яка розвивається і яка могла б стати для них постійним джерелом доходів.

Приватні інвестори здійснюють свої вкладення на ранніх етапах життєвого циклу нововведення загальним обсягом не більше ніж 250 тис. дол. Часто кілька інвесторів вкладають приблизно по 50 тис. дол. кожний, довіряючи досвідченішим інвесторам-фахівцям у тій чи іншій галузі. Вони очікують норми прибутку в розмірі 30—33 % у середині інвестиційного циклу (5 років від початку проекту), тоді як фонди венчурного капіталу сподіваються протягом цього ж періоду отримати 40 %.

Дослідження, проведені в США (станом на 01.09.2006) за 284 новими технологічними компаніями, дали такі результати:

- 107 компаній (38 %) не використовували зовнішнього фінансування;
- інші 177 компаній (62 %) використовували фонди венчурного капіталу;
- “ангели бізнесу” профінансували 120 компаній, венчурні фонди — 90;
- 33 компанії використовували обидва джерела.

Розподіл фінансування “ангелів бізнесу” і фондів венчурного капіталу відображено в табл. 10.3.

Таблиця 10.3. Розмір та джерела фінансування нових технологічних компаній, тис. дол. США

Розмір фінансування	Приватні особи		Венчурні фонди	
	Кількість	% від загального обсягу фінансування	Кількість	% від загального обсягу фінансування
250 000	102	58	8	5
250 000—499 999	43	24	14	8
500 000—9 999 999	15	8	31	18
1 000 000	17	10	120	69
Усього	177	100	173	100

Середній розмір інвестицій для молодих компаній, що надаються “ангелами бізнесу”, становить 150—200 тис. дол., а фон-

ди венчурного капіталу — відповідно 450 тис. і 2 млн дол. Отже, ці джерела доповнюють одне одного. “Ангели бізнесу” є найбажанішими інвесторами на початкових етапах фінансування, а венчурні фонди — на наступних етапах, які потребують надходження більших коштів для інноваційних проєктів.

10.3. ОРГАНІЗАЦІЙНІ ФОРМИ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА

Венчурне підприємництво має **численні організаційні форми**. Основні серед них такі:

1) “незалежні” малі венчурні фірми (з використанням капіталу інвестиційних компаній малого бізнесу і “незалежних” венчурних фондів);

2) фірми, які спеціалізуються на впровадженні у виробництво науково-технічних розробок, що організується у вигляді паю з промисловими корпораціями — “зовнішні” венчури корпорацій (з використанням внутрішньокорпоративного венчурного капіталу та “зовнішніх” (відкритих) венчурних фондів);

3) “внутрішні” венчурні відділи корпорацій, основою яких є відокремлення підприємницької групи як самостійного венчурного підрозділу (з використанням внутрішньокорпоративного венчурного капіталу).

Попит на венчурний капітал на світовому ринку капіталів в останні роки спричинив адекватне зростання кількості його джерел, тобто зміст венчурного фінансування реалізується в різноманітних формах.

Особливу роль у фінансуванні інновацій відіграють *спеціалізовані компанії ризикового капіталу*. За юридичним статусом вони є партнерствами з обмеженою відповідальністю. Організаційно такі компанії — це поєднання керуючих невеликих фірм і керованих ними фінансових пулів, кожен з яких інтегрує кошти кількох вкладників. Такий статус має особливе значення не тільки через пільгове оподаткування, але й тому, що окремі інвестори не мають права вилучати свої кошти без згоди інших

ціною придбання і продажу корпоративних цінних паперів не обкладаються податками, а податок, який вони сплачують, знижений до 20 %.

Основною формою фінансування венчурних підприємств є придбання інвестиційними компаніями венчурного капіталу та приватними інвесторами пакета акцій. Якщо справи венчурного підприємства йдуть успішно, то воно має змогу публічного продажу акцій, а компанія, яка володіє пакетом акцій цього підприємства, отримує реальні

1) *комерційні ідеї* (майбутнє нововведення);

2) *суспільні потреби в певному нововведенні* (продукті, технології, об'єкті, послугі);

3) *підприємець, готовий на основі майбутнього нововведення створити венчурну фірму;*

4) *венчурний капітал для фінансування діяльності ризикової фірми.*

До найефективніших методів прискорення інноваційних процесів у США належать так звані *квазіризикові форми та їх організації на рівні корпорацій*. Основними з них є внутрішні венчури. Можливі інші варіанти організаційних форм венчурного підприємництва, адже його організаційна структура гнучка і динамічна.

Корпорації домагаються того, щоб зробити відносно самостійними науково-дослідні підрозділи, діяльність яких підлягає найбільшому комерційному ризику. Так, за даними національного наукового фонду США, ефективність витрат на наукові дослідження і розробки у великих корпораціях у чотири рази нижча, ніж у малих фірмах. Тому для підтримки конкурентоспроможності великі компанії повинні мати доступ до малих фірм, які займаються інноваційною діяльністю. Звідси — стратегічна орієнтація великих фірм на формування і підтримку малого бізнесу із застосуванням венчурного капіталу.

Протягом останніх років значного поширення набула форма об'єднання венчурних підприємств та інших суб'єктів господарювання у *науково-дослідні консорціуми*, тобто тимчасові статутні об'єднання зі здійсненням науково-технічних розробок. Найбільшої популярності вони набули в нових галузях або на

10.4. МОЖЛИВОСТІ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Дослідженням теоретичних та практичних проблем венчурного підприємництва в Україні займалися такі фахівці як: О. Ястремський, В. Вітлінський, Ю. Жорнокута, А. Степаненко, А. Яновський, П. Гулькіна, Г. Андрощук, О. Горілей. Серед українських вчених суттєвий внесок у розробку теоретичних аспектів щодо розуміння змісту та оцінки економічних відносин суб'єктів венчурного сектору економіки зробили А. Поручник та Л. Антонюк.

Проте не всі проблеми ще розглянуті і не для всіх запропоновані шляхи вирішення. Залишаються актуальними проблеми достатнього наукового визначення сутності та місця відносин венчурного капіталу в Україні, відсутність комплексного підходу до аналізу змісту та економічного значення розвитку венчурного капіталу в Україні. Невизначеними є питання стосовно механізму функціонування венчурного капіталу, розрахунку ризикованості венчурних інвестицій. Потребує значної уваги і нормативно-законодавче регулювання венчурного фінансування, бажаним було б прийняття Податкового кодексу, в якому б чітко зазначались податкові пільги та час їх дії для всіх суб'єктів венчурної інноваційної діяльності, як це вже зроблено в розвинутих країнах світу.

Зарубіжний досвід організації підприємницьких структур венчурного капіталу набуває особливої актуальності й може розглядатися як реальний шлях подолання кризи в національній економіці, а також є дуже важливим для розвитку інвестиційного ринку і структурної перебудови економіки України.

Венчурний капітал з його розподілом ризику може стати одним з ефективних методів залучення капіталу для економічного розвитку країни.

Перехід на інноваційний тип розвитку є однією з основних передумов виходу країни з глибокої кризи. А тому є лише одна можливість реалізації принципу ефективного фінансування —

підвищення обсягів витрат на науку і перехід на інноваційний розвиток економіки, забезпечення кардинальної підтримки розвитку високих технологій, впровадження науково-технічних розробок у виробництво.

В Україні венчурних підприємств, подібних до тих, що діють у високорозвинутих країнах, немає. У вітчизняній економіці існують лише деякі форми діяльності, що наближаються за своїм характером до венчурних. До них можна віднести розробку та виробництво товарів і послуг для реалізації на світовому ринку, науково-технічну діяльність, пов'язану зі створенням принципово нових видів продуктів та послуг.

За роки незалежності нашої держави ці підприємства найбільших темпів зростання набули у 1996 р., а далі спостерігається уповільнення темпів збільшення кількості зареєстрованих і діючих малих підприємств (МП). З 1998 р. кількість МП галузі "Наука і наукове обслуговування" знову зростає, але частка їх у загальній кількості малих підприємств значно знизилась. Якщо в 1995 р. частка МП цієї галузі становила близько 4 %, то в 2000 р. лише 2,4 % (табл. 10.4).

Балансовий прибуток у малому бізнесі отримали лише підприємства приватної форми власності, а всі інші — державна, колективна, міжнародних організацій та юридичних осіб інших держав — збитки.

Серед найвідоміших малих підприємств, що створюють інноваційну продукцію, — науково-технічна компанія "Тест" (Харків), яка є розробником і виготовлювачем установок для очищення стічної води (розроблені і виготовляються вісім типів і типорозмірів електролазерів різноманітної продуктивності); науково-технічний центр "Техносистем" (Дніпропетровськ), що виготовляє установки типу "Факел" для обробки рідких розчинів і стічних вод з використанням фізико-хімічних перетворень.

Серед малих підприємств Києва, що створюють інноваційну продукцію, фірма "Арон", яка розробила обладнання для цілорічного вирощування зеленого корму; мале підприємство "Пульс", яке створює універсальний прилад "Кріоелектроніка-4"; мале підприємство "Плазмотрон" при Інституті електрозварювання ім. Патона та ін.

Одним з перших кооперативів, який працював по типу венчурної фірми, був київський кооператив "Вторполімермаш".

Таблиця 10.4. Кількість малих підприємств в галузі науки і наукове обслуговування

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Всього МП в Україні	96 019	96 270	136 238	173 404	197 127	217 930
МП “Наука і наукове обслуговування”	3 587	3 487	3 800	4 723	4 778	—
%	3,7	3,6	2,7	2,7	2,4	—

Базою кооперативу став машинобудівний завод. За перші роки існування (з 1992 р.) цей кооператив зекономив для країни понад 300 млн дол., випускаючи електронне обладнання.

Вражаючим прикладом досить ефективної інноваційної діяльності може слугувати Київське мале підприємство “Комос” (назва походить від словосполучення “Команда Осауленка” — відомого винахідника у галузі електроніки і засновника фірми). Це підприємство під своїм дахом зібрало півсотні інженерів надвисокого класу і створило нові телевізори (за оцінкою преси, навіть кращі за деякі японські зразки) з електронно-променевою трубкою, в якій вперше у світі вдалося приблизно на 15—20 % знизити напругу (зазначимо, що сучасний телевізор — це 25 і більше тисяч вольт на вузлах та блоках), зменшити застосування шкідливих домішок, поліпшити якість зображення. Технічна інновація, здатна безвідмовно функціонувати протягом 20 років, викликала велику зацікавленість зарубіжних підприємств. Нова телевізійна трубка пройшла випробування на відомій у світі фірмі “Самсунг”. За п’ятьма параметрами вона переважає кращі зразки світових фірм, а за окремими — навіть у 20 разів.

Так, навколо українського МП “Комос” створено асоціацію підприємств з виробництва електронної техніки, які прагнуть швидше розпочати масовий випуск нових телевізорів. Своє співробітництво з МП “Комос” пропонують кілька українських підприємств. На жаль, доводиться констатувати, що таких підприємств в Україні поки що одиниці. Але саме вони у най-

ближчому майбутньому мають стати визначальними у комплексі напрямів інноваційної діяльності нашої країни.

Серед нових форм організації науки слід назвати створення першого в Україні Національного наукового центру на базі фізико-технологічного інституту (м. Харків). В Україні є необхідність і певні умови для значного розширення мережі таких центрів. Можливості для перетворення на національні центри мають ряд сучасних галузевих науково-технічних комплексів.

Ефективна діяльність венчурних підприємств не можлива без наявності сучасної досконалої науково-технічної інфраструктури. Згідно із Законом “Про основи державної політики у сфері науки та науково-технічної діяльності” завдання організації та координації заходів щодо створення такої інфраструктури покладено на уряд. Основними елементами інноваційної інфраструктури мають стати спеціалізовані самостійні організації та установи, першочерговими видами діяльності яких є: консалтинг, інжиніринг, посередницькі та інформаційні послуги, послуги технопарків, аудиторські послуги, венчурне фінансування (інноваційні фонди, компанії, банки), патентні послуги, управління і координація тощо. Деякі з таких організацій вже існують, але більшість із них перебувають тільки на стадії зародження.

Перші бізнес-інкубатори в Україні з’явилися кілька років тому за фінансової підтримки політехнічного інституту (м. Трой, США). Зокрема, було створено бізнес-інкубатори при Львівському університеті “Львівська політехніка” та Національному технічному університеті України “КПІ”.

Однак функціонування бізнес-інкубаторів, як й інших інноваційних структур у нашій державі, було законодавчо не відрегульовано, а тому більшість із них розпалися, хоча можна констатувати той факт, що найбільш стійкі малі інноваційні структури залишилися на ринку.

Розпочали роботу і бізнес-центри, які надають допомогу в процесі реєстрації підприємств, отриманні ліцензії, патенту, а також здійснюють юридичне обслуговування. Такі центри нині працюють у кожному регіоні України.

Формування інфраструктури підтримки малого бізнесу продовжується і за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій. Бізнес-центри створюються за підтримки Агентства США

з міжнародного розвитку, програм TACIS та фондів “Відродження”, “Євразія”. Розпочато програму з розвитку бізнес-інкубаторів в Україні, що фінансується агентством США з Міжнародного розвитку VSAID.

10.5. ОСНОВНІ ОРГАНІЗАЦІЙНІ ФОРМИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УКРАЇНІ

Розглянемо основні види джерел фінансування інноваційної діяльності в Україні.

Метою фінансування інноваційної діяльності є необхідність збереження наукової бази, кадрового потенціалу, відповідного рівня проведення наукових досліджень, розробка й освоєння наукомісткої конкурентної продукції, випуск якої може забезпечити збільшення експорту або зменшення імпорту аналогічної продукції.

В умовах зменшення обсягів бюджетних надходжень перед науковими і науково-технічними організаціями постає завдання самофінансування та залучення різних зовнішніх джерел фінансування. Коло фінансових джерел, що залучаються, залежить від організаційних рівнів і варіантів реалізації державної науково-технічної політики.

Управління інноваційною діяльністю здійснюється на таких рівнях, як: загальнодержавний, міжгалузевий і регіональний, галузевий та на рівнях підприємств і організацій.

Ряд банків України до своїх статутів включили пункт про участь у фінансуванні інноваційної діяльності. Зокрема, це такі акціонерні інноваційні банки, як Укрінбанк, “Інтелект” та ін. За їх участю передбачалось надання інноваційних кредитів після відповідної експертизи інноваційних проектів.

Серед форм участі банків в інноваційних проектах — пайове фінансування, надання фінансово-посередницьких послуг, організація спільних виробництв, цільове фінансування досліджень і розробок, лізингові операції тощо. Але нестабільність

економіки і відсутність достатніх гарантій повернення інноваційних кредитів обумовлюють їх високий фінансовий ризик, а звідси — невігідність для банків таких операцій. Звичайно, таке становище може змінитися після подолання кризових явищ в національній економіці.

Згідно з Указом Президента України “Про інвестиційні фонди й інвестиційні компанії” від 19.02.94 в Україні діють інвестиційні фонди “Україна” та Фонд підтримки підприємств у нових західних незалежних країнах. Останній надає кредити від 25 тис. до 5 млн дол. на строк від кількох місяців до 5 років. Фонд “Україна” вкладає кошти у статутний капітал спільних підприємств; сума інвестицій в один проект становить від 50 до 500 тис. дол.

У березні 2001 р. прийнято Закон України “Про інститути спільного інвестування” (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), який визначає правові основи створення, діяльності і відповідальності суб’єктів спільного інвестування, особливості їх управління, порядок та обсяг розкриття інформації інститутами спільного інвестування з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів. Завданням цього Закону є регулювання спільних відносин у сфері спільного інвестування, забезпечення гарантій прав власності на цінні папери та захист прав учасників фондового ринку.

Наступна група джерел фінансування — це *кошти урядових і регіональних фондів і програм*. До них належать: Державний фонд сприяння конверсії; кошти, що виділяються на державні, регіональні та галузеві науково-технічні програми; Фонд фундаментальних досліджень; Український національний фонд підтримки підприємств.

Відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 18.02.92 створено Державний інноваційний фонд, який включав 26 регіональних відділень. Його кошти формувалися за рахунок бюджетних асигнувань, обов’язкових відрахувань підприємств (1 % від обсягу виробництва), причому 70 % коштів залишаються у розпорядженні регіональних відділень.

Недержавні структури в нинішніх умовах активніші, адже від них надходило 75—80 % заявок у Державний інноваційний фонд на інвестиції (відрахування у Держіннофонд також на 75—80 % надходять від цих підприємств). Ця організація надавала

підприємствам усіх форм власності довгострокові безвідсоткові позики під реальні перспективні проекти.

На відміну від банківських структур, яким доводиться мати справу з неповерненням кредитів, кошти Держіннофонду, як правило, працювали високоефективно.

Серед впроваджених за допомогою Держіннофонду проектів — плазмове спалювання вугілля на теплових електростанціях, що дає змогу економити майже 90 % мазуту, який використовувався для цього; випуск вітчизняного інсуліну високої чистоти; створення автоматизованих систем управління технологічними процесами “Уніконт” (виробник НВП “Квантор”).

Сіверськодонецьке підприємство виграло тендер у всесвітньовідомої фірми “Сіменс”, і йому було доручено змонтувати “Уніконт” у Москві, де за допомогою цієї системи автоматизовано розподіл і подачу газу споживачам.

3 грудня 1999 р. Державний інноваційний фонд був ліквідований. Його правонаступницею стала *Державна інноваційна компанія* як небанківська фінансово-кредитна установа, основними завданнями якої є:

1) фінансування інноваційних проектів, спрямованих на впровадження прогресивних науково-технічних розробок і технологій у виробництво, освоєння випуску нових видів продукції шляхом надання підприємствам кредитів та проведення ними спільної діяльності;

2) залучення позабюджетних джерел для фінансування інноваційних проектів та ін.

Організаційна структура Державної інноваційної компанії складається з 27 регіональних відділень та 10 спеціалізованих підприємств. Хоча кошти надаватимуться у вигляді кредиту, і для більшості малих інноваційних підприємств вони будуть недоступні внаслідок високих відсоткових ставок.

Згідно із постановою Кабінету Міністрів України у 1992 р. створено *Державний фонд сприяння конверсії*. Він формується за рахунок відрахувань у розмірі 3 % від собівартості товарної продукції підприємств оборонного комплексу. Кошти фонду спрямовуються на реконструкцію і технічне переозброєння військового виробництва з метою випуску цивільної продукції, проведення НДДКР, пов'язаних з розробкою нових наукомістких зразків товарів народного споживання.

При Державному комітеті з питань науки і технологій створено *Фонд фундаментальних досліджень і науково-технічних програм*. Верховна Рада України постановою від 16.10.92 визначила перелік пріоритетних напрямів.

До цих напрямів розвитку науки і техніки, згідно з якими і формуються державні програми, належать:

- охорона навколишнього середовища;
- охорона здоров'я людини;
- виробництво, переробка і збереження сільськогосподарської продукції;
- екологічно чиста енергетика і ресурсозберігаюча технологія;
- нові речовини і матеріали;
- перспективні інформаційні технології;
- системи зв'язку.

При Державному комітеті зі сприяння малим підприємствам і підприємству сформовано *Український національний фонд підтримки підприємництва*. Одним з його завдань є підтримка інноваційної діяльності в підприємницьких структурах недержавного сектору економіки шляхом надання пільгових кредитів, обладнання і виробничих потужностей на умовах лізингу або оренди тощо.

До особливої групи закордонних джерел фінансування належать:

- іноземні інвестиції;
- міжнародна науково-технічна допомога і міжнародний лізинг;
- франшиза;
- міжнародні й національні венчурні фонди.

В Україні діють також представництва іноземних юридичних осіб (бюро, контори, агентства тощо), які виконують роботи і надають послуги, передбачені відповідними контрактами. Передача нововведень є частиною комплексної угоди, що здійснюється шляхом прямого інвестування. Вона може включати передачу прав власності на патенти, торгові знаки і найменування, незапатентовані процеси, досвід і вміння в галузі організації, управління, маркетингу.

Платежі за технологію, що передаються у вигляді прямих інвестицій, можуть мати явний і прихований характер, явні платежі проводяться у вигляді *роялті* за право користування

майном і надання технічних послуг. З цією метою необхідне укладання формальних угод між інвесторами і дочірньою фірмою.

Обладнання для виробництва може оплачуватися шляхом передачі акцій від дочірньої компанії інвестору. Приховані платежі за технологію мають форму виплати прибутку на інвестований капітал, передача якого не зафіксована формальними угодами.

Україна отримує міжнародну науково-технічну допомогу від Комісії Європейського Союзу і міжнародних фінансових організацій. Завдання координації цієї допомоги покладено на Національне агентство України з питань економічного розвитку і європейської інтеграції при Кабінеті Міністрів України. Воно є також координатором робіт з реалізації державної програми заохочення інвестицій, прийнятої 17.10.93.

Якщо передача технології здійснюється у формі *франшизи*, то укладається ліцензійна угода, що передбачає співробітництво, у ході якого надаються права на використання торгового знака і найменування товару, різноманітні послуги і технічне сприяння, навчання персоналу, участь у збуті й управлінні за певну плату.

При Президії НАН України створений *Центр інтелектуальної власності і передачі технологій*, що надає консультації, юридичні й патентні послуги при розробці ліцензійних та інших договорів, а також з метою врегулювання взаємовідносин між співавторами розробок, винахідниками і науковими організаціями. Крім того, надаються консультації з оцінки вартості інтелектуальної власності, бухгалтерського обліку.

В Україні діють представництва міжнародних фондів, що сприяють науковій та інноваційній діяльності, розвитку підприємництва. Це *Міжнародний науковий фонд Сороса*, *Британський фонд "Клов-Нов"*, *Женевський міжнародний фонд підтримки підприємництва*, програма "TACIS", ряд американських наукових фондів та ін. Вони надають можливість отримати фінансування під наукові або інноваційні проекти на конкурсній основі, пройти короткострокове навчання або стажування за кордоном, отримати консультації та інші послуги. Але слід зазначити й той факт, що закордонних підприємців лякає політична і законодавча непередбачуваність в Україні.

Однак наша країна, маючи великі запаси корисних копалин, залишається досить привабливим плацдармом для розміщення іноземного капіталу. Саме тому інтерес закордонних підприємців до України не знижується. Підтвердженням цього стало відкриття у 1995 р. кредитної лінії ЄБРР у розмірі 121,2 млн дол. для розвитку малих і середніх підприємств України.

У цьому проекті Євробанк намагається не тільки сприяти розвитку приватного бізнесу, а й допомогти комерційній банківській системі піднятися до рівня міжнародних банківських стандартів. Статус надійності підтвердили кілька банків, які допущені до використання другого траншу кредитної лінії ЄБРР. Це такі вітчизняні банки, як *Аваль*, *Приватбанк*, *Український кредитний банк*, *Укрінбанк*. Для кожного банку встановлена максимальна величина кредиту, який надається одному позичальнику, — 2,3 млн дол. строком на п'ять років (включаючи можливий пільговий період до двох років) під 16—17 % річних. Цією допомогою в рамках кредитної лінії можуть скористатись малі й середні підприємства з чисельністю працюючих до 500 осіб, які займаються виробничо-експортною діяльністю. Але сума загальних активів без урахування вартості будівель і землі має становити до 2,5 млн дол.

Співвідношення “*борг — власний капітал*” (включаючи кредит ЄБРР) не повинен перевищувати відношення 70 : 30. Сума кредиту не перевищує 70 % вартості проекту (мінімальна — 50 тис., а максимальна — 2,3 млн дол.). Позичальнику необхідно внести власний внесок у розмірі 30 % вартості проекту. Хоча це дуже жорсткі вимоги, і вони не під силу малим інноваційним фірмам.

Науково-технічне співробітництво України з Європейським Союзом здійснювалось у рамках Третьої програми Європейського Союзу у сфері науково-технічного розвитку. Було реалізовано ініціативу *Асоціації сприяння науці нових незалежних держав*, завдяки якій здійснюється фінансова підтримка науково-дослідних проектів, що виконуються спільно вченими посткомуністичних країн та країн ЄС.

У 1994 р. ЄС було започатковано програму *COPERNICUS* (співробітництво у сфері науки і технологій з країнами Центральної і Східної Європи). За підсумками конкурсу в 1994 р.

фінансову підтримку отримали 7 українських учасників у загальній сумі 270 тис. ЕКЮ.

Західні інвестори венчурного капіталу розраховують на інвестиції у ризиковані проекти. Міжнародні фінансові організації вже зробили певні кроки у підтримці венчурного підприємництва в Україні. Так, Європейський банк реконструкції і розвитку купив акції Українського фонду, створеного для інвестування у проекти за участю венчурного капіталу.

З листопада 1995 р. в Україні функціонує венчурний фонд *Western NIS Enterprise Fund*. Цей фонд з початковим капіталом 150 млн дол., який наданий урядом США, створений для підтримки розвитку малих і середніх приватних підприємств в Україні, Молдові та Білорусі.

За 10 років в Україну здійснено 31 інвестиційна операція на загальну суму близько 126 млн дол. (у Молдову — 12,4 млн). Фонд фінансує малі та середні підприємства у формі внесків до статутного фонду. Сума внеску становить від 1 до 7,5 млн дол. Перевага надається агробізнесу, харчопереробній галузі, виробництву меблів та будівельних матеріалів.

Партнер фонду має бути повністю приватизованим або приватним підприємством з кількістю працівників до 2 тис. осіб і обов'язково мати розвинутий менеджмент. Якщо цей фонд — фонд *Western NIS Enterprise Fund* — зацікавиться проектом і вкладатиме свій капітал, то на відміну від інших він не претендуватиме на місце у керівництві компанії.

Фонд надає позичальникам кредити у безготівковій формі шляхом банківського переказу коштів із рахунків фонду через систему кореспондентських рахунків уповноважених комерційних банків України в іноземних банках на відповідний рахунок позичальника в одному з уповноважених комерційних банків України, розміри відсоткових ставок за кредитними операціями та порядок їх сплати встановлюються у кредитній угоді залежно від кредитних ризиків, терміну використання кредиту тощо.

Тобто венчурні фонди в умовах українського ринку функціонують дещо на інших засадах, ніж це прийнято в усьому цивілізованому світі.

У Росії, де процес капіталізації суспільства проходить швидше, ніж в Україні, вже зрозуміли необхідність розвитку нових вітчизняних технологій.

Таким чином, на сьогодні (станом на 01.09.2006) в Російській Федерації достатньою мірою проявились усі види державного сприяння інноваційним процесам:

- майже повністю сформовано нормативну базу, яка стимулює розвиток венчурного підприємництва;
- визначено податкові пільги;
- створено різні структури, які фінансують ризикові проекти.

Згідно з Програмою першочергових заходів щодо розвитку і державної підтримки інноваційної діяльності в промисловості пріоритетом російської політики стає підтримка малого і середнього підприємництва, особливо наукомісткого. Під час розподілу держзамовлень і контрактів за малим наукомістким бізнесом у Росії резервується певний обсяг фінансування.

Широко застосовується субсидування державними структурами венчурних фірм в обмін на частину акцій, що гарантує державі частину прибутку в разі успіху.

У Росії функціонують такі венчурні фонди:

- Junction Investors Ltd;
- Pioneer, Russia partners, Newstar;
- Fleming;
- FVC.

Але всі ці венчурні фонди надають свої кошти не більше як на 2—3 роки, що є проблематичним для нових технологій. У Росії створені регіональні фонди підтримки інноваційної діяльності в тих містах, де розвинутий науково-технічний потенціал (Москва, Санкт-Петербург, Томськ, Новосибірськ). Так, у Санкт-Петербурзі функціонує регіональний венчурний фонд, заснований ЄБРР та урядом ФРН.

Отже, можна зробити такі висновки і визначити перспективні тенденції розвитку венчурного підприємництва в Україні.

Добре скоординованої та всеохоплюючої системи управління інноваційними процесами в Україні поки що немає. Таку систему необхідно створювати, використовуючи окремі наявні і впроваджуючи нові елементи, а особливо сприяти розвитку венчурного підприємництва.

Функцію венчурних капіталістів в Україні виконують компанії з керування активами.

За даними Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку, на кінець 2006 р. в Україні мали ліцензії 16 компаній з керування активами, 9 з яких зареєстрували інвестиційні венчурні фонди. *Найвідоміші з яких:*

- ТОВ “Венчурні інвестиційні проекти” зареєстрував пайовий венчурний фонд “Міжрегіональний венчурний фонд”;
- ТОВ “Трайдент Капітал Менеджмент” — пайовий венчурний фонд “Трайдент-Капітал”;
- ВАТ “Кінто” — пайовий інтервальний фонд “Добробут”;
- ВАТ “Автоальянс — ХХІ століття” зареєстрував пайовий інтервальний фонд “Автоальянс-портфоліо” і пайовий венчурний фонд “Автоальянс-креативний”;
- ТОВ “Фондова компанія Інвеста” — пайовий венчурний фонд “Венчурні проекти”;
- ВАТ “Всеукраїнська інвестиційна компанія “Вінко” створив пайовий венчурний фонд “Нові технології” і пайовий інтервальний фонд “ВАТІВ ДВІНКО”;
- ТОВ “Компанія по керуванню активами “Дніпро” — пайовий венчурний фонд “Аграрні інвестиції”;
- ЗАТ “Компанія по керуванню активами “Київські інвестиційні проекти” — пайовий венчурний фонд “Перший венчурний фонд КІП”.

В інвестиційних деклараціях цих компаній зазначені такі сфери венчурного інвестування:

- будівництво;
- торгівля;
- готельний і туристичний бізнес;
- переробка сільськогосподарської продукції;
- страхування;
- інформатизація.

10.6. ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ

Ключовою проблемою впровадження інноваційної моделі розвитку економіки України є розрив інноваційного процесу між стадіями наукових досліджень та масовим практичним використанням їх результатів.

Світовою наукою та практикою доведено, що оптимальним шляхом вирішення цієї проблеми є стимулювання розвитку прошарку малого технологічного ризикового (венчурного) підприємництва, спроможного до ефективної трансформації наукових знань у технології та швидкої їх дифузії серед господарських суб'єктів.

Основними чинниками депресивного стану венчурного підприємництва в Україні є:

- *низький рівень загальної ділової активності в країні, зумовлений несприятливим регуляторним кліматом, у тому числі надмірним податковим навантаженням на підприємницьку діяльність;*

- *тотальний дефіцит ресурсів для розробки інноваційних проєктів, зумовлений відсутністю механізмів залучення венчурного підприємництва до потужних ресурсних потоків:*

- а) великих компаній — внаслідок недостатнього стимулювання до співпраці з малим технологічним бізнесом;

- б) держави — внаслідок відсутності схем залучення малого бізнесу до виконання державних замовлень;

- в) економіки взагалі — внаслідок нерозвиненості інфраструктури інноваційного підприємництва, у першу чергу інституту венчурного капіталу як оптимального джерела фінансових та інформаційних ресурсів для малих технологічних фірм.

Активізація розвитку венчурного підприємництва в Україні можлива за умов впровадження таких заходів.

1. *З метою подолання несприятливого регуляторного клімату доцільно:*

- а) проводити подальше вдосконалення нормативної бази за допомогою механізмів дерегулювання та фільтрації проєктів

регуляторних актів, що із часом дасть змогу усунути надмірне регуляторне втручання державних органів в підприємницьку діяльність;

б) розробити та запровадити схеми податкового стимулювання інноваційної діяльності, зокрема дослідити питання щодо можливості впровадження податкових канікул для венчурного підприємництва.

2. З метою прямого підключення малих інноваційних фірм до ресурсних потоків державних та підприємницьких структур необхідно:

а) розробити систему стимулів щодо науково-технічної та виробничої кооперації великого, середнього і малого підприємства у сфері інноваційної діяльності;

б) внести зміни до системи держзамовлень на проведення НДДКР та виробництво інноваційної продукції шляхом законодавчого закріплення частки малого підприємства у безпосередньому виконанні держзамовлень і встановлення нормативів залучення до виконання держзамовлення великим підприємством малих фірм на умовах субпідряду;

в) переорієнтувати бюджетні кошти, спрямовані на дискретну фінансово-кредитну підтримку, на забезпечення гарантій за кредитами малого підприємства;

г) створити механізм державної участі у гарантуванні інвестицій в найбільш перспективні інноваційні проекти венчурних фірм;

д) створити державну компанію зі страхування гарантій кредитів, що надаються ринковими фінансово-кредитними установами малому підприємству під реалізацію інноваційних проєктів.

Поряд з цим об'єктивно необхідно наголосити на першочерговій необхідності розробки та впровадженні стандартних схем розподілу дискретних заходів централізованої державної підтримки малого інноваційного підприємства, а також забезпеченні поширення детальної інформації щодо ходу та результатів цього процесу.

З метою підтримки розвитку інфраструктури інноваційного підприємництва в Україні рекомендується впровадження комплексної державної політики, основними напрямками якої мають бути такі.

1. Впровадження механізмів фінансового забезпечення інноваційної діяльності, зокрема:

- створення інституту державного “посівного” фінансування інноваційних проектів малого бізнесу,
- запровадження схем гарантування кредитів та страхування ризиків інвестування в інноваційну діяльність;
- проведення заходів щодо створення сприятливих умов розвитку венчурного капіталу та інституту місцевих інвестиційних компаній тощо.

Важливо також організувати щорічне проведення конкурсу вітчизняних інновацій та венчурних ярмарок, що мають відігравати роль механізмів відбору найбільш перспективних вітчизняних інноваційних проектів для першочергового забезпечення їх інвестиціями.

2. Стимулювання масового створення об'єктів нефінансової інфраструктури інноваційної діяльності шляхом:

- спрощення процедури створення нових технологічних парків;
- запровадження практики державної участі в акумулюванні початкового капіталу для новостворених технопаркових та інкубаційних структур;
- створення мережі регіональних інноваційних центрів та посилення їх інформативної функції з питань специфіки регіональної підтримки та інфраструктурного забезпечення інноваційної діяльності;
- запровадження практики державної підтримки процесів створення віртуальних інноваційних бізнес-інкубаторів і баз даних щодо ведення інноваційної підприємницької діяльності на базі мережі Інтернет.

3. Сприяння вирішенню проблеми кадрового забезпечення інноваційної діяльності внаслідок:

- збільшення держзамовлення на підготовку, перекваліфікацію та підвищення кваліфікації кадрів для інноваційної діяльності закладами освіти;
- налагодження схем стажування студентів з інноваційного менеджменту в провідних закладах освіти розвинених країн;
- створення сприятливих умов для рееміграції кваліфікованих фахівців з “критичних” економічних і технічних спеціальностей з-за кордону.

Перспективи розвитку. Відповідно до логіки реалізації *Стратегії соціально-економічного розвитку України до 2011 р.*, завдання формування прошарку малого інноваційного підприємництва за основними положеннями мають бути виконані протягом початку другого етапу, тобто до 2009 р. включно, що має забезпечити умови для високих темпів економічного розвитку на базі розгортання інноваційних процесів у країні. Проте своєчасна реалізація означених завдань можлива лише за умови концентрації на цьому напрямку національних економічних та інтелектуальних ресурсів.

Розвиток подій у цій сфері може відбуватись за такими сценаріями.

Оптимістичний сценарій. За умов формування критичної маси складових інституційного забезпечення інноваційної діяльності до 2007 р., протягом періоду 2006—2011 рр. ймовірними є такі тенденції:

а) *запуск механізмів саморозвитку прошарку малого інноваційного підприємництва* під впливом таких чинників:

- високий науково-технічний потенціал України;
- зростання рівня доступності фінансово-кредитних, інформаційно-консультативних, організаційно-технічних послуг;
- активність новоствореної генерації фахівців з управління інноваційними проектами;
- загальне підвищення ділової активності в країні, зокрема за рахунок усунення надмірного регуляторного навантаження на підприємницьку діяльність та впровадження податкових пільг для високотехнологічного підприємництва;

б) *розвиток інфраструктури інноваційної діяльності* під впливом таких чинників:

- зростаючий платоспроможний попит на послуги;
- сприятливі нормативно-правові умови розвитку інфраструктури інноваційної діяльності, що базуються на ринковому капіталі;
- формування суспільної думки щодо доцільності авансування ресурсів в інноваційну діяльність.

Характерною ознакою розвитку подій за оптимістичним сценарієм є “проривна” легалізація малих високотехнологічних фірм, орієнтованих, зокрема, на продукування інформаційних технологій, і відповідне бурхливе формування інфраструктури,

орієнтованої на забезпечення специфічних вимог цього напрямку інноваційного бізнесу. Вважається ймовірним також включення процесів “циркуляції умів” (рееміграції висококваліфікованих фахівців), аналогічних тим, що спостерігаються нині в Китаї.

Такий розвиток подій дасть змогу із часом створити *високо-ефективну інноваційно-орієнтовану економіку*, спроможну до продукування та використання радикальних новаторських ідей перспективних технологічних укладів.

Проте, враховуючи інертність, нестабільність і безсистемність державної політики у сфері формування інститутів інноваційної діяльності, низьку виконавчу дисципліну органів влади, що мали місце в минулому, а також ризик відволікання значних обсягів національних ресурсів і політичної уваги на передвиборну кампанію 2004 р., можливість розгортання оптимістичного сценарію викликає сумніви.

Базовий сценарій. Для базового сценарію характерним є “стрибокподібний” процес формування інституційного забезпечення інноваційної діяльності, для якого характерні розрізнені локальні “прориви” у створенні сприятливих умов для розвитку певних інститутів.

Такий стан буде зумовлений процесами лобювання власних інтересів коаліціями представників цих інститутів. Так, зокрема, у середньостроковій перспективі ймовірна поява імпульсивних “знизу” “проривів” у створенні умов для розвитку венчурного капіталу, прошарку венчурного підприємництва в ІТ-сфері, спрощення процедури створення технопарків та повернення їх учасникам права на податкові пільги. Ці явища є безумовно позитивними, проте безсистемність появи та розрив у часі в досягненні результатів, що зумовлені відсутністю дієвого програмного керування з боку держави, відіграватимуть негативну роль, стримуючи загальні процеси розгортання інноваційної активності в країні.

Песимістичний сценарій. Песимістичним сценарієм розвитку подій є продовження тенденцій повільного та суперечливого розвитку процесів формування “критичної маси” інститутів інноваційної діяльності, зумовлене відсутністю цілісної довгострокової політики у сфері інноваційної діяльності, низькою

виконавчою дисципліною органів влади та обмеженістю бюджетного фінансування розвитку цих процесів.

Необхідність реалізації обраного урядом України орієнтуру на побудову інноваційної моделі розвитку економіки та стимулюючого державного регулювання підприємницької діяльності з часом призведуть до створення сприятливого інституційного середовища для нарощування інноваційної і ділової активності. Проте можливості щодо створення умов для “прориву” в інноваційну економіку на базі накопиченого науково-технічного потенціалу та забезпечення високих темпів економічного зростання буде упущено. У такому випадку ймовірно обмеження вибору моделі національної інноваційної системи лише варіантом, який сприймає інновації.

Характерними для цього типу розвитку подій є подальше розгортання процесів “відпливу умів”, розпродаж нереалізованих інноваційних ідей за кордон, переважна орієнтація ринкових інноваційно-активних суб’єктів на модернізацію виробництва внаслідок впровадження удосконалених інновацій.

Аналіз ролі, що її відіграє венчурний капітал у процесі науково-технічного розвитку сучасної ринкової економіки, дозволяє дійти висновку, що механізми венчурного фінансування виступають важливою ланкою інноваційної діяльності малих наукомістких фірм. Тому господарський механізм економіки України має орієнтуватися на новий науково-технічний рівень з використанням саме венчурного фінансування.

Незаперечним фактом є значний вплив різних форм венчурного підприємництва на прискорення науково-технічного прогресу та динамічність господарського комплексу промислово розвинутих країн світу. Відомо і те, що такі держави приділяють багато уваги розвитку підприємницьких структур венчурного капіталу. Вивчення досвіду зарубіжних країн має нині важливе значення для України, де такий вид діяльності тільки набуває практичного втілення ринкових важелів трансформації вітчизняної економіки (вже у ракурсі статусу як країни із ринковою економікою, який Україна отримала у грудні 2005 р.).

Разом з тим слід зазначити, що незалежно від організаційної форми венчурні фірми є тимчасовими структурами, які націлені на певний кінцевий результат діяльності, вирішення конкретної проблеми. Адже самі венчурні фірми не здатні налагодити серійний випуск нової продукції. Тому після завершення роботи, заради якої створювались венчурні підприємства, вони або розформовуються і призупиняють свою діяльність, або поглинаються великою фірмою. За сприятливої комерційної кон'юнктури й конкурентоспроможності деякі з них функціонують самостійно. Венчурні фірми виходять на ринок, продаючи комерційні розробки. Вони зміцнюють своє фінансове становище і розгортають активну підприємницьку діяльність шляхом створення власного виробництва та організації комерційних операцій на базі доопрацьованих ними нововведень. У такому разі венчурне підприємство організує виробництво невеликих партій виробів, вигідно їх реалізує, і таким чином виконує свої зобов'язання перед інвесторами. Продаючи ліцензії, воно нагромаджує необхідні кошти для розгортання власного виробництва.

Перспективи розвитку інвестиційних фондів України. Фондовий ринок України зростає досить швидкими темпами. Пояснити цей факт зовсім нескладно, — в країні сформувалися всі умови для чергової переоцінки інвестиційних активів. Протягом 2006 р. “призупинилося раллі” на американському грошовому ринку — Федеральній резервній системі США, яка вирішила не збільшувати базову ставку на 2,5 року, підтримуючи її на рівні 5,25 %. Цей факт свідчить про те, що міжнародні інвестори знову готові звернути увагу на країни з новою економікою та їх активи, до яких належить й Україна, оскільки дохідність для іноземного вкладника тут виявляється набагато вищою.

Рішення для українського уряду у зв'язку із ситуацією, яка склалася на світовому ринку цінних паперів та фондового ринку протягом 2006 р. має полягати у тому, що саме влада повинна стати активним гравцем на ринку капіталів. Приватний вкладник є основним інвестором по всьому світу. В українському банківському секторі цей процес вже відбувся — кошти фізичних осіб досягли більше 38 % пасивів банківської системи, що становить найбільшу групу в структурі зобов'язань банків, тобто ступеня довіри, якого банківська система України домагалася п'ятнадцять років, вже вдалося досягти.

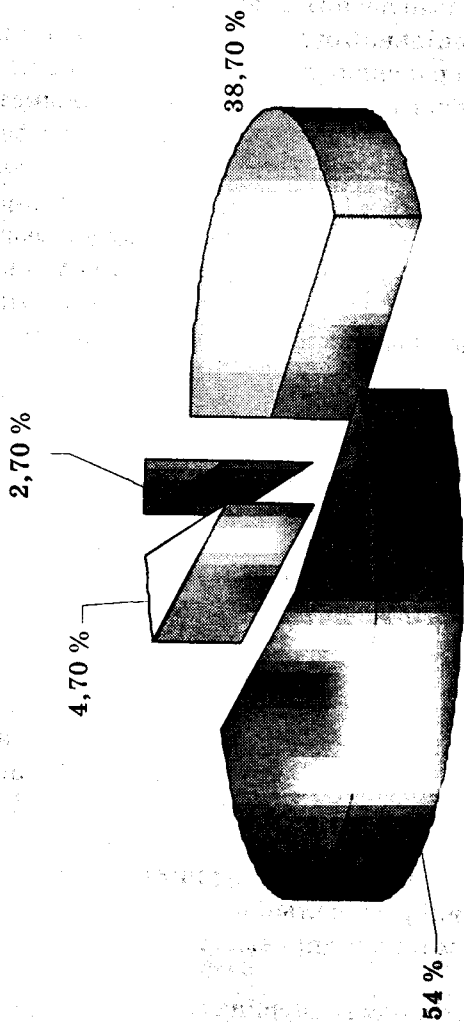
Таким чином, держава має закріплювати успіх українських банкірів та пропонувати громадянам можливість вкласти надлишкові кошти у розвиток країни. Так, в Україні станом на 01.09.2006 р. за даними Держкомстату України нараховується 36 000 акціонерних товариств й фізична особа, яка володіє власними надлишковими коштами повинна мати нагоду купівлі деякої кількості акцій підприємств за власним уподобанням й, відповідно, отримання за ними певних дивідендних виплат. Також українському уряду доцільно було пропонувати фізичним особам купівлю облігацій державного ощадного займу, спеціально випущеного для населення та популяризувати доцільність і вигідність вкладень у пенсійні фонди. На рис. 10.2 продемонстровано дохідність вкладників за обраною ними стратегією.

Щодо розвитку венчурних фондів в Україні, то слід підкреслити, що кошти, які надходять до нових фондів, під час зафіксованого протягом 2006 р. падіння фондового ринку компанії з управління активами намагалися по-максимуму розміщати на банківських депозитах. Законодавство дозволяє фондам протягом шести місяців проводити залучення грошових заощаджень, однак не приступати до інвестування в цінні папери. Слід зазначити, що при цьому приплив вкладів у діючі фонди став для управляючих компаній суттєвим випробуванням. Вітчизняне законодавство вимагає, щоб на депозитах розміщалося до 30 % активів фондів.

Якщо в Європі венчурний капітал, як альтернативне джерело фінансування приватного інноваційного бізнесу, з'явився ще наприкінці 1970-х років, то в Україні венчурна індустрія та розвиток інвестиційних стратегій стали розвиватися порівняно недавно, в основному, за підтримкою міжнародних фінансових організацій. Причому перші кроки з використання принципів венчурного бізнесу в Україні були початі не в області фінансування інноваційних проєктів, а з метою виходу з кризи і підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств.

Основним інвестором українських венчурних фондів є ЄБРР. Так само як і в Росії, наявні регіональні венчурні фонди і фонди прямого інвестування малих підприємств, де ЄБРР є майже 100 % -м інвестором.

Другим важливим інвестором венчурних фондів є закордонні державні структури. Відповідно до домовленостей українсько-



- Дохідність, що перевищує рівень інфляції (15—20 %).
- Збалансована стратегія — середній рівень дохідності (25—30 %).
- Висока дохідність (від 30 %) — високі ризики.
- Стратегія, що зберігає заощадження від інфляції (10—12 %) — мінімальні ризики

Рис. 10.2. Розподіл інвесторів за вибором стратегії

Джерело: КУА "Сократ" (вибірка — 150 осіб), листопад 2006 р.

го й іноземного урядів, більшість іноземних інвестицій у венчурні фонди було орієнтовано на конверсію оборонної промисловості.

Залучення засобів для венчурного інвестування з українських джерел надзвичайно обмежене. Причин цьому декілька:

- слабкий розвиток необхідної інфраструктури;
- недостатнє і несприятливе законодавче поле;
- відсутність комерційного інтересу на тлі високого ризику

та ін.

Як приклад, розглянемо можливості венчурного інвестування таких потенційних інвесторів як українські банки, пенсійні фонди і страхові компанії.

Інвестиційна політика українських банків тривалий час визначалася такими негативними факторами, як висока інфляція, нестабільність курсу національної валюти тощо. У результаті банки виявилися невідповідними для довгострокових інвестицій. На сьогодні вони пропонують дорогі, короткострокові, малоризикові позики і поки ще не виявляють інтересу до венчурного інвестування.

Що стосується пенсійних фондів, то відповідно до українського законодавства, пенсійні фонди можуть брати участь в інвестуванні дуже обмеженого кола фінансових інструментів:

- 1) державні цінні папери;
- 2) банківські депозити;
- 3) нерухомість;
- 4) акції квотованих компаній.

Ринок страхування в Україні почав розвиватися в результаті дій уряду десь на початку 1990-х років. До цього часу існувала державна страхова компанія — Держстрах. На сьогодні в Україні багато страхових компаній, але загальна сума страхових внесків, зібраних за рік, дуже скромна. Сумарний акціонерний капітал всіх українських страхових компаній можна порівняти з акціонерним капіталом однієї великої страхової компанії в розвиненій західній державі. Але ж у країнах із розвинутою ринковою економікою страховий бізнес за розмірами можна зіставити із банківським бізнесом.

Як бачимо, на відміну від класичних венчурних фондів український венчурний капітал не орієнтується на інноваційні проекти. Для нього більш привабливою є реалізація інвестиційних

проектів середнього рівня ризику з використанням операцій з фінансовими активами і нерухомістю. А найбільш розповсюдженою формою венчурного інвестування в Україні стало надання інвестиційного кредиту — від вкладень у спеціально випущені під проект облігації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди.

На сьогодні розвиток венчурної індустрії в Україні стримується слабкою законодавчою базою, нерозвиненістю фондового ринку, непрозорістю фінансової діяльності компаній, відсутністю гарантій для інвестора. Слід зазначити, що далеко не у всіх країнах є спеціальне законодавство з венчурного бізнесу, представлене окремими законами. Однак у всіх розвинених країнах є інші елементи цивільного, фінансового законодавства, що дозволяють венчурній індустрії успішно розвиватися.

Запитання і завдання для самоперевірки та самостійного опрацювання

1. Особливості фінансування та організації венчурного капіталу на прикладі різних країн.
2. Охарактеризуйте джерела венчурного капіталу.
3. Проаналізуйте причини концентрації венчурного бізнесу в розвинутих країнах.
4. У чому специфічність розвитку венчурного капіталу в розвинутих країнах порівняно з країнами, що розвиваються?
5. У чому пріоритетність специфіки законодавчо врегульованих питань з венчурного інвестування у США порівняно з іншими розвинутими країнами та країнами, що розвиваються?

Термінологічний словник ключових понять теми

Венчурний капітал — це вкладені грошові кошти великих компаній, банків, страхових, пенсійних та інших фондів у сферу підвищеного ризику, новий бізнес, який поступово розширюється в процесі просування на ринок нових технологій.

Венчурні трасти — привабливість трастів ґрунтується на тому, що дивіденди і курсова різниця між ціною придбання і продажу корпоративних цінних паперів не обкладаються податками, а податок, який вони сплачують, знижений до 20 %.

Науково-дослідні консорціуми — тимчасові статутні об'єднання зі здійсненням науково-технічних розробок.

Фонди венчурного капіталу — організаційне венчурне фінансування корпорацій, що здійснюється у вигляді спеціальних філіалів корпорацій.

Фонди з великими капіталами (понад мільярд доларів) — концерн великих фінансових заощаджень, специфіка якого полягає в інвестуванні компаній, які знаходяться на різних стадіях свого розвитку.

Питання для підсумкового контролю знань

1. Охарактеризуйте зарубіжний досвід венчурного бізнесу.
2. Специфіка інвестиційних банків у процесі венчурного інвестування.
3. Охарактеризуйте особливості малих венчурних фірм.
4. Особливості квазіринкових форм організації венчура.
5. Державне регулювання венчурного бізнесу в Україні.
6. Значення венчурного бізнесу для малого підприємництва в Україні.
7. Імовірність ризиків у процесі венчурного інвестування.

Тести

1. В якому з перелічених напрямків можливий вихід із венчурного бізнесу:
 - а) продаж акцій фінансовим інвесторам;
 - б) купівля акцій у стратегічного інвестора;
 - в) купівля акцій через банківську установу?

2. У які організації забороняється вкладати інвестиції:

- а) компанії, які не належать до переробних, із власним капіталом, що перевищує 6 млн дол.;
- б) компанії, які належать до переробних, із власним капіталом, що перевищує 15 млн дол.;
- в) компанії переробних галузей із чисельністю понад 100 осіб (із власним капіталом понад 2 млн дол. і прибутком 500 тис. дол. США);
- г) компанії переробних галузей із чисельністю понад 49 осіб (із власним капіталом понад 500 тис. дол. і прибутком 90 тис. дол. США)?

3. Що з нижченаведеного можна віднести до класифікації інвесторів:

- а) особи з досвідом інвестування в підприємницькі венчури;
- б) особи без досвіду інвестування в підприємницькі венчури;
- в) зацікавлені інвестори, які здебільшого бажають вкладати свій капітал у ризиковані проекти;
- г) зацікавлені потенційні інвестори, які мають досвід у венчурних формах інвестування проектів?

4. Що можна віднести до порад, як знайти "ангела бізнесу":

- а) шукати інвесторів, які знайомі з вашими технологіями і ринком;
- б) шукати приватних інвесторів за територіальним розташуванням, які знаходяться подалі від об'єкта капіталовкладення;
- в) не використовувати інформацію адвокатів, банкірів, які спеціалізуються на обслуговуванні молодих та швидко зростаючих компаній;
- г) шукати і складати список потенційних інвесторів ще за 3 місяці до того, як знадобляться інвестиційні кошти?

5. У якому випадку інвестор може погодитися на нижчу норму прибутку, якщо за допомогою його коштів:

- а) поліпшується стан довкілля;
- б) покращується законодавча база з інвестиційної діяльності у країні;
- в) поліпшується позиціонування економічного стану країни на міжнародній арені;

г) покращуються умови соціального захисту населення в країні?

6. *Організаційною формою венчурного підприємництва є:*

- а) фірми, які спеціалізуються на впровадженні у виробництво науково-технічних розробок;
- б) “зовнішні” венчурні відділи корпорації;
- в) фірми, які спеціалізуються на впровадженні у виробництво товарів важкої промисловості;
- г) фірми, які спеціалізуються на впровадженні у виробництво товарів легкої промисловості;
- д) великі венчурні фірми.

7. *До якого із вищенаведених типів можна віднести відокремлення венчурних підприємств залежно від його інвестиційних перспектив:*

- а) прибутки яких коливаються від 10 до 50 млн дол. щорічно;
- б) прибутки яких коливаються від 1,5 до 10 млн дол. щорічно;
- в) які мають понад 7 млн дол. щорічного прибутку впродовж 5 років;
- г) прибутки яких за 5 років становлять не менше 20 млн дол.?

8. *Що належить до складових створення венчурних фірм:*

- а) комерційні ідеї;
- б) некомерційні ідеї;
- в) прогнози на короткостроковий період;
- г) прогнози на середньостроковий період;
- д) прогнози на довгостроковий період?

9. *Тимчасові статутні об'єднання зі здійсненням науково-технічних розробок це:*

- а) науково-дослідні консорціуми;
- б) квазіринкові форми венчурного інвестування;
- в) офшори;
- г) венчурні фонди.

10. Які функції може виконувати державна інноваційна компанія України:

а) залучення позабюджетних джерел для фінансування інноваційних проектів;

б) залучення потенційних інвесторів до об'єкта капіталовкладення;

в) створення бізнес-плану для потенційного іноземного інвестора для процесу інвестування капіталовкладень під конкретний проект?

ПІСЛЯМОВА

Останнім часом відбулося деяке поліпшення фінансового становища підприємств, зміцнення внутрішнього інвестиційного потенціалу, з'явилися умови для відновлення і розвитку окремих виробництв і галузей національної економіки.

Однак потрібно враховувати, що зростання виробництва і навіть інвестицій в окремо взятому році і/чи окремо взятої галузі не можуть розглядатися як основа для довгострокового економічного зростання. Доти поки він не відбувається як процес, який самопідтримується та поновлюється, говорити про подолання кризи у виробничій та інвестиційній сферах повною мірою не є можливим. Саме тому необхідно забезпечити, щоб уже досягнуті зрушення не залишилися тільки лише результатом сприятливого короткострокового кон'юнктурного сплеску, а стали свого роду основою для подальшого розвитку економіки.

Для закріплення позитивних змін, що намітилися, у сфері виробництва й інвестування потрібне прийняття низки нових серйозних рішень, що могли б втілитися в практику господарювання. Активізація інвестиційної діяльності значною мірою залежить від подальшого формування нормативно-правових основ сприятливого інвестиційного клімату. Можливості розгортання інвестиційного процесу в цілому визначаються також успі-

хом проведеної бюджетної і податкової політики, оскільки із цим безпосереднім чинником пов'язані перспективи розвитку самофінансування як основи для стабільного розвитку підприємств. Разом з тим необхідно враховувати реально існуючі в країні політичні й економічні ризики.

Рішення проблем фінансового забезпечення інвестиційної діяльності в Україні має бути пов'язане з переходом від регулювання переважно макроекономічних параметрів фінансової сфери до комплексного багаточільового підходу, що припускає вплив на процеси відтворення й інвестування на макро- і мікроекономічних рівнях. Конкретними напрямками державної політики мають стати: забезпечення стійкого розвитку реального сектору економіки; найбільш повне використання внутрішнього виробничого потенціалу в інтересах промислового виробництва; підвищення ефективності вже розроблених, але слабо діючих у даний час важелів і механізмів стимулювання інвестиційної діяльності; формування діючих механізмів, покликаних забезпечувати надійний захист і гарантії інтересів інвесторів; створення реальних передумов для підтримки позитивних зрушень, що намітилися, у сфері виробництва й інвестицій і виходу України на траєкторію стійкого економічного зростання.

ПЕРЕЛІК ПИТАНЬ, ЩО ОХОПЛЮЮТЬ ЗМІСТ РОБОЧОЇ ПРОГРАМИ ДИСЦИПЛІНИ

1. Роль та місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління підприємством.
2. Напрями та способи використання інноваційної форми інвестування суб'єктів господарювання.
3. Сукупність основних і локальних цілей системи управління інвестиційними процесами на підприємстві.
4. Розподіл функцій управління інвестиційними проектами.
5. Елементний склад системи управління проектами підприємства.
6. Різновиди взаємозв'язків та взаємопідпорядкованості елементів системи управління проектами.
7. Законодавче регулювання інвестиційного проектування в Україні.
8. Рівень та тенденції інвестиційної діяльності в Україні.
9. Джерела інвестицій в національну економіку України.
10. Іноземні інвестиції та їх роль для держави-одержувача.
11. Державне регулювання іноземних інвестицій в Україні.
12. Обсяги і структура іноземних інвестицій в національній економіці.
13. Технологія виконання основних робіт з управління інвестиційними процесами.

14. Порядок та особливості декомпозиції функцій та завдань управління інвестиційною діяльністю.
15. Структуризація завдань керівних підрозділів при управлінні інвестиційною діяльністю.
16. Реалізація управлінських функцій на стадії підготовки до інвестування.
17. Управління техніко-економічним обґрунтуванням інвестиційного проекту.
18. Загальна характеристика процесу розробки інвестиційного проекту.
19. Методологія інвестиційного проектування.
20. Сутність інвестиційної привабливості об'єкта інвестування.
21. Методологія визначення інвестиційної привабливості інвестиційних об'єктів.
22. Технологія аналізу потенційних інвесторів.
23. Основна регламентуюча та організаційно-технічна документація інвестиційного проекту.
24. Загальна структура та процедура здійснення техніко-економічного обґрунтування інвестиційного проекту.
25. Планування організації виконання інвестиційного проекту.
26. Принципи та методи календарного планування виконання проекту.
27. Організація фінансування інвестиційного проекту.
28. Передумови і необхідність експертизи та оцінки проектів інвестування.
29. Використовувані схеми експертизи інвестиційних проектів.
30. Методи та засоби експертизи проектів.
31. Структура процесу фінансового і економічного аналізу проекту.
32. Методи фінансової та економічної оцінки проектів.
33. Форми реалізації інвестиційних проектів.
34. Стадії та етапи реалізації інвестиційних проектів.
35. Поширені методи контролю реалізації інвестиційних проектів.
36. Система мотивації дотримання мети проекту інвестування.
37. Суб'єкти інвестиційної діяльності та їх функції.

38. Фінансові посередники інвестиційної діяльності на ринку України.
39. Комунікативні процеси у сфері інвестиційної діяльності.
40. Страхування та перестраховання капіталовкладень.
41. Зміни в економічній ефективності діяльності інвестованих підприємств.
42. Економічні результати інвестування у діяльність підприємства.
43. Соціальні результати реалізації інвестиційних проектів.
44. Загальна ефективність реальних інвестицій.

Перелік питань для підсумкового контролю знань

1. Сутність інвестиційної діяльності.
2. Форми інвестицій. Класифікація інвестицій.
3. Інвестиційний процес у державі з ринковою економікою.
4. Чинники, що роблять сприятливим інвестиційний клімат.
5. Шляхи активізації інвестування.
6. Економічна сутність інвестицій. Їх класифікація.
7. Поняття інвестиційної діяльності підприємства.
8. Інвестиційний процес та його складові.
9. Поняття інвестиційного менеджменту. Основні принципи та функції.
10. Функціональні учасники інвестиційної діяльності.
11. Прямий та опосередкований вплив держави на інвестиційну діяльність.
12. Господарські товариства як суб'єкти інвестиційної діяльності.
13. Основні форми інвестиційного аналізу.
14. Організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту.
15. Інформаційне забезпечення інвестиційного менеджменту.
16. Інвестиційний аналіз на підприємстві.
17. Інвестиційне планування та його основні параметри.
18. Системи і методи внутрішнього інвестиційного контролю.
19. Інвестиційний контролінг.
20. Елементи інвестиційного ринку.
21. Інвестиційні товари, характеристика їх форм та видів.

22. Кон'юнктура інвестиційного ринку, основні її стадії, їх характеристика.
23. Прогнозування макроекономічних показників інвестиційного ринку.
24. Методи дослідження інвестиційної привабливості галузей економіки.
25. Поняття та структура інвестиційного ринку.
26. Інвестиційні товари.
27. Кон'юнктура інвестиційного ринку.
28. Оцінка макроекономічних показників розвитку інвестиційного ринку.
29. Поняття інвестиційної привабливості окремих галузей економіки та окремих регіонів.
30. Вихідні передумови формування інвестиційної стратегії.
31. Дослідження економіко-правових норм здійснення інвестиційної діяльності, створення системи цілей.
32. Характеристика основних напрямів інвестиційної діяльності підприємства та її взаємозв'язок.
33. Методичні підходи до вибору напрямів інвестиційної діяльності.
34. Поняття інвестиційної стратегії підприємства та її зв'язок із загальною стратегією його економічного розвитку.
35. Вихідні передумови формування інвестиційної стратегії.
36. Основні етапи розроблення інвестиційної стратегії підприємства.
37. Обґрунтування основних напрямків і форм інвестиційної діяльності підприємства.
38. Фактори, що визначають співвідношення форм інвестування, оцінка інвестиційної стратегії підприємства.
39. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства.
40. Характеристика джерел формування інвестиційних ресурсів.
41. Інвестиційний капітал, його склад і структура.
42. Середньозважена вартість інвестиційного капіталу, методичні підходи до її розрахунку.
43. Розподіл інвестиційних коштів, умови здійснення.
44. Сутність та основні етапи розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів.

45. Класифікація інвестиційних ресурсів та зміст процесу управління їх формуванням.
46. Обґрунтування потреби в інвестиційних ресурсах.
47. Оптимізація вартості і структури інвестиційних ресурсів.
48. Характеристика основних форм реальних інвестицій підприємства — придбання цілісних майнових комплексів, нове будівництво, модернізація придбання окремих видів матеріальних і нематеріальних активів.
49. Інвестиційна привабливість окремих підприємств.
50. Життєвий цикл підприємства, його вплив на інвестиційну привабливість підприємств.
51. Алгоритм розрахунку показників фінансового стану підприємств.
52. Поняття бюджетування капітальних вкладень, етапи його здійснення.
53. Значення реального інвестування для забезпечення економічного розвитку підприємства.
54. Характеристика основних форм реальних інвестицій підприємства.
55. Життєвий цикл підприємства та його вплив на інвестиційну привабливість підприємств.
56. Політика управління реальними інвестиціями.
57. Поняття інвестиційного проекту. Класифікація інвестиційних проектів.
58. Критерії оцінки ефективності та вибору інвестиційних проектів.
59. Обґрунтування ставки дисконтування в інвестиційних розрахунках при оцінці ефективності інвестиційних проектів.
60. Умови застосування критеріїв оцінки ефективності проектів.
61. Обґрунтування рішення про покупку або оренду активів.
62. Мета та послідовність оцінки реальних інвестиційних проектів.
63. Принципи, методи та показники оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів.
64. Обґрунтування ставки дисконтування в інвестиційних розрахунках.
65. Обґрунтування вибору при реальних інвестиційних проєктах.

66. Основні етапи формування програми реальних інвестицій.
67. Методи побудови графіка інвестиційних потреб підприємства.
68. Методи визначення точки рівноваги інвестиційних потреб та фінансових можливостей підприємства.
69. Управління формуванням і реструктуризацією програми реальних інвестицій.
70. Інструменти ринку цінних паперів.
71. Боргові цінні папери, їх класифікація.
72. Характеристики деривативів, їх сутність.
73. Біржовий та позабіржовий ринки цінних паперів.
74. Джерела фінансування діяльності фондової біржі.
75. Операції НБУ з цінними паперами.
76. Поняття інноваційних інвестицій підприємства, характеристика їх основних форм.
77. Мета та принципи управління інноваційними інвестиціями підприємства, його зв'язок з інноваційною стратегією.
78. Визначення основних напрямів інноваційної діяльності підприємства, формування потреби в інноваційних інвестиціях підприємства на майбутній період.
79. Планування потреби в інвестиційних ресурсах для здійснення інноваційного інвестування.
80. Поняття інновацій та інноваційного процесу.
81. Модель, стадії і форми інноваційного процесу.
82. Методи державного регулювання інноваційною діяльністю.
83. Поняття інноваційних інвестицій.
84. Визначення основних напрямків інноваційної діяльності підприємства.
85. Роль фінансового інвестування в здійсненні фінансово-господарської діяльності підприємства.
86. Характеристика основних форм фінансових інвестицій підприємства.
87. Дослідження обсягів, тенденцій зміни вкладення капіталу у фінансові інструменти.
88. Моделі оцінки реальної вартості цінних паперів.
89. Характеристика основних інструментів фондового ринку України.

90. Роль фінансового інвестування у здійсненні фінансово-господарської діяльності підприємства.

91. Основні форми фінансових інвестицій підприємства.

92. Основні етапи розробки політики управління фінансовими інвестиціями.

93. Методичні підходи до оцінки ефективності фінансових інвестицій.

Перелік завдань та форми організації самостійної роботи студентів при вивченні теоретичного матеріалу дисципліни

Формами організації самостійної роботи студентів при вивченні теоретичного матеріалу дисципліни є:

- опрацювання теоретичних основ лекційного матеріалу;
- вивчення окремих тем або питань, що передбачені для самостійного опрацювання;
- підготовка до поточного контролю теоретичних знань;
- систематика вивченого матеріалу курсу перед іспитом.

ОСОБЛИВОСТІ ПЛАНУВАННЯ ТА ОРГАНІЗАЦІЇ НАВЧАЛЬНОГО ПРОЦЕСУ З ДИСЦИПЛІНИ “ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ” ЗА КРЕДИТНО-МОДУЛЬНОЮ СИСТЕМОЮ

Під *кредитно-модульною системою організації навчального процесу* слід розуміти таку модель організації навчального процесу, яка ґрунтується на поєднанні модульно-рейтингових технологій навчання із системою спеціальних освітніх одиниць (залікових кредитів). Характерною ознакою впровадження модульно-рейтингових технологій у навчальний процес є розподіл навчального матеріалу на модулі та застосування нагромаджувальних систем оцінювання знань студентів.

Рейтингова система оцінювання є невід’ємною складовою робочої навчальної програми з кожної дисципліни і передбачає визначення якості виконаної студентом навчальної роботи та рівня набутих ним знань та вмінь шляхом оцінювання в балах усіх результатів, досягнутих під час поточного модульного та семестрового підсумкового контролю.

Головною метою впровадження кредитно-модульної системи є підвищення якості підготовки фахівців з вищою освітою та забезпечення на цій основі конкурентоспроможності випускників на національному та міжнародному ринках праці.

Одиницею вимірювання навчального навантаження, необхідного для засвоєння змістовних модулів за кредитно-модульною системою є заліковий кредит.

Змістовний модуль — це система навчальних елементів (розділів чи підрозділів навчальної дисципліни або мікромодулів), поєднаних за ознакою відповідності певному навчальному об'єктові.

Модуль — це окрема частина освітньо-професійної програми підготовки фахівця (навчальної дисципліни), що реалізується відповідними формами організації навчального процесу. Розрахунок обсягу кожного модуля та його складових в годинах з повним використанням передбаченого бюджету часу здійснюється шляхом планування виконання певних видів навчальної роботи: для аудиторних занять — лекцій та практичних занять; для самостійної роботи — підготовка до аудиторних занять та виконання індивідуальних завдань.

Розрахунок трудомісткості засвоєння навчального матеріалу кожного модуля в балах здійснюється залежно від його вагового коефіцієнта в загальному обсязі годин, виходячи із підсумкової 100-бальної шкали з таким її розподілом:

- 88 балів — максимальна підсумкова семестрова модульна рейтингова оцінка засвоєння навчального матеріалу всіх модулів;

- 12 балів — максимальна екзаменаційна рейтингова оцінка.

Підсумкова оцінка засвоєння студентом навчальної дисципліни визначається як інтегральна рейтингова оцінка за всіма змістовними модулями. При цьому студент, який протягом семестру набрав необхідну кількість балів, має низку переваг:

- не складати іспит чи залік та отримати підсумкову оцінку як набрану кількість балів за рейтингом;

- з метою підвищення свого рейтингу за даною навчальною дисципліною складати іспит чи залік;

- вільно розпоряджатися часом, відведеним у графіку навчального процесу на екзаменаційну сесію.

Суттєвою особливістю впровадження кредитно-модульної системи є те, що студент, який не набрав протягом семестру достатньої кількості балів, обов'язково повинен складати іспит чи залік. Але він може бути допущеним до складання іспиту лише за умови попереднього виконання обов'язкового переліку завдань, передбачених навчальним графіком з цієї дисципліни.

Слід зазначити, що вирішальний вплив на підсумкову (результуючу) оцінку з навчальної дисципліни має сума рейтингових балів, одержаних студентом протягом семестру.

Стимулювання систематичної самостійної роботи студентів протягом всього семестру дає змогу підвищити рівень об'єктивності оцінювання знань студентів та посилити здорову конкуренцію в навчанні.

Таким чином, впровадження кредитно-модульної системи передбачає підвищення якості підготовки фахівців шляхом інтенсифікації навчального процесу, рівномірного психологічного навантаження студентів протягом семестру, підвищення мотивації учасників навчально-виховного процесу, зменшення пропусків навчальних занять та підвищення відповідальності студентів за результати навчальної діяльності.

РОЗГОРНУТА ПРОГРАМА ДИСЦИПЛІНИ “ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ”

Тема 1. Сутність, мета і функції інвестиційного менеджменту

Основні функції інвестицій. Масштаби і тенденції іноземного інвестування. Характеристика видів інвестицій відповідно до класифікаційних ознак. Суб'єкти і об'єкти інвестиційної діяльності підприємства. Законодавче забезпечення інвестиційної діяльності в Україні. Сутність та функції інвестиційного менеджменту.

Тема 2. Методичні засади та методичний інструментарій інвестиційного менеджменту

Організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту. Інвестиційний аналіз. Інвестиційне планування. Стратегічні напрямки залучення і використання інвестицій. Грошові потоки в інвестуванні.

Тема 3. Оцінка та прогнозування розвитку інвестиційного ринку

Інвестиційний ринок. Його суть, види, інфраструктура. Галузеві та територіальні угруповання, асоціації, концерни, промислово-фінансові групи, холдинги. Кон'юнктура інвестицій-

ного ринку. Ринок інвестицій та інвестиційних товарів. Інвестиції в основний, обіговий капітал та основні фонди. Регулювання інвестиційних потоків.

Тема 4. Розроблення інвестиційної стратегії підприємства

Значення, завдання, умови і методи реалізації інвестиційної стратегії. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності. Роль інвестиційної стратегії в розвитку підприємства. Принципи й основні етапи розробки інвестиційної стратегії.

Тема 5. Стратегія формування інвестиційних ресурсів підприємства

Джерела інвестиційних ресурсів. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів. Ринок фінансових ресурсів. Учасники фінансового ринку. Оцінка ефективності інвестицій у фінансові інструменти. Визначення засад активності інвестиційної діяльності в Україні.

Тема 6. Підготовка реальних інвестиційних проектів підприємства

Інвестиційний проект: зміст, етапи розробки і реалізації. Техніко-економічне обґрунтування проекту. Розробка інвестиційного плану. Оцінка витрат. Оцінка інвестиційних проектів. Динаміка розвитку міжнародних інвестиційних процесів.

Тема 7. Правила прийняття інвестиційних рішень

Обґрунтування поняття прийняття інвестиційних рішень. Методологія прийняття інвестиційних рішень. Керування реалізацією проекту. Інвестиційне планування. Інвестиційний контроль. Проблеми інвестування в Україні. Шляхи та проблеми залучення іноземних інвестицій (на прикладі Western NIS Enterprise Fund).

Тема 8. Теорія цінних паперів в інвестиційному менеджменті

Ринок цінних паперів. Структура і учасники ринку цінних паперів. Формування портфеля цінних паперів. Похідні цінні папери (деривативи), їх види і характеристика. Оцінка ефективності вкладення інвестицій у різні види цінних паперів. Аналіз

і коректування процентних ставок. Ринкова вартість цінних паперів.

Тема 9. Невизначеність і ризик в інвестиційному менеджменті

Поняття невизначеності і ризику. Стратегії зменшення ступеня ризику.

Врахування ризиків при обґрунтуванні ризикової премії. Концепція і методологічний інструментарій оцінки фактора ризику.

Тема 10. Розвиток венчурного бізнесу в Україні

Поняття та історія виникнення венчурного бізнесу. Роль, умови та етапи венчурного фінансування. Організаційні форми венчурного підприємництва. Можливості венчурного інвестування в Україні. Основні організаційні форми венчурного фінансування в Україні.

Проблеми та перспективи розвитку венчурного бізнесу в Україні.

РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

Основна література

1. Закон України "Про інвестиційну діяльність" від 18.03.1991 р. // Відомості Верховної Ради. — № 47.
2. *Бирман И., Шмидт С.* Экономический анализ инвестиционных проектов. — М., 1997.
3. *Бланк И.А.* Инвестиционный менеджмент: Учеб. курс. — К.: Ника-Центр, 2002.
4. *Боди З., Кейн А., Маркус А.Дж.* Принципы инвестиций. — 4-е изд. — М., 2002.
5. *Борщ Л.М.* Інвестування: теорія і практика: Навч. посіб. — К.: Знання, 2005. — 470 с.
6. *Вінник О.М.* Інвестиційне право: Навч. посіб. — К.: Атіка, 2000. — 264 с.
7. *Гіл, Чарльз В.Л.* Міжнародний бізнес: Конкуренція на глобальному ринку / Пер. з англ. А. Олійник. — К.: Вид-во Соломії Павличко "Основи", 2005. — 856 с.
8. *Гитман Л.Джю, Джонк М.Д.* Основы инвестирования: Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — 1008 с.
9. *Гайдуцький П.І., Баліцька В.В., Суярко С.М.* Іноземні інвестиції в Україні. — К.: Ред.-вид. відділення УкрІНТЕІ, 2004. — 248 с.
10. *Губський Б.* Інвестиційні процеси у глобальному середовищі. — К.: Наук. думка, 1998.
11. *Данілов О.Д., Івашина Г.М., Чумаченко О.Г.* Інвестування: Навч. посіб. — К.: Вид. дім "Комп'ютерпрес", 2001. — 364 с.
12. Інвестиційний клімат в Україні / За ред. П.І. Гайдуцького. — К.: Нора-друк, 2002. — 246 с.
13. *Гальчинський А.С., Геєць В.М., Кінах А.К., Семиноженко В.П.* Інноваційна стратегія українських реформ. — К.: ТОО "Знання України", 2002. — 326 с.
14. Інфраструктура інвестиційного розвитку / За ред. П.І. Гайдуцького. — К.: Міленіум, 2003. — 218 с.
15. *Игошин Н.В.* Инвестиции. Организация управления и финансирования: Учеб. пособ. для вузов. — М.: Финансы: ЮНИТИ, 2000. — 413 с.
16. *Коваленко Ю.М., Пересада А.А., Онікієнко С.В.* Інвестиційний аналіз: Підручник. — К.: КНЕУ, 2003. — 485 с.
17. *Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П.* Стратегическое планирование инвестиционной деятельности: Учеб. пособие. — СПб.: Издат. дом "Бизнес-Пресса", 1998. — 315 с.

18. *Матюшенко І.Ю., Божко В.П.* Іноземні інвестиції: Навч. посіб. — К.: ВД “Професіонал”, 2005. — 336 с.
19. *Мельник В.В., Козюк В.В.* Міжнародна інвестиційна діяльність: Навч. посіб. — Т.: Карт-бланш, 2003. — 249 с.
20. Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник / За ред. Д.Г. Лук’яненко. — К.: КНЕУ, 2003. — 387 с.
21. *Науменкова С.В. та ін.* Фінансовий ринок та інвестиції. — К.: Знання, 2000. — 213 с.
22. *Пересада А.А.* Управління інвестиційним процесом. — К.: Лібра, 2002. — 472 с.
23. *Правик Ю.М.* Визначення засад активності інвестиційної діяльності в Україні // Фондовий ринок. — 2006. — № 39. — С. 22—26.
24. *Правик Ю.М.* Дослідження динаміки розвитку міжнародних інвестиційних процесів // Фондовий ринок. — 2006. — № 36. — С. 32—36.
25. *Правик Ю.М.* Регулювання інвестиційних потоків як необхідна складова формування бізнес-стратегії для іноземних капіталовкладень // Економіка та держава. — 2006. — № 10. — С. 26—31.
26. *Правик Ю.М.* Стратегічні напрямки залучення і використання іноземних інвестицій // Інвестиції: практика та досвід. — 2006. — № 18 (23). — С. 26—31.
27. *Правик Ю.М., Шкода Т.Н.* Дослідження факторів впливу та розвитку міжнародного інвестиційного середовища: позиціонування українського ринку в міжнародному інвестиційному рейтингу // Формування ринкової економіки: Зб. наук. праць. — Вип. 15. — 2006. — С. 192—201.
28. *Черваньов Д.М.* Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: Навч. посіб. — К.: Знання-Прес, 2003. — 622 с.
29. *Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж.* Інвестиції: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1999. — XII, 1028 с.

Додаткова література

1. Про державну програму заохочення іноземних інвестицій: Закон України від 17 грудня 1993 р. № 3744-ХІІ // Відомості Верховної Ради. — 1994. — № 6. — Ст. 28.
2. Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії: Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 // Укази Президента України. — К., 1997. — Т. 1. — С. 149—162.
3. *Батура О.В., Комарова К.В.* Іноземні інвестиції в системі становлення ринкової економіки України. — Донецьк: Наука і освіта, 2002. — 180 с.
4. *Білорус О.Г., Лук’яненко Д.Г. та ін.* Глобальні трансформації і стратегії розвитку. — К.: ВІПОЛ, 1998. — 416 с.
5. *Бугрова О.* Методологічні основи оцінки ризику при прийнятті інвестиційних рішень // Економіка України. — 2002. — № 10. — С. 29—32.
6. *Вовкодав В.В.* Роль західноєвропейських прямих іноземних інвестицій у прискоренні ринкових змін та інтеграції України до Європейського Союзу // Економіка АПК. — 2002. — № 7. — С. 111—114.

7. Гарнер Д., Оуен Р., Конвей Р. Посobie Эрнст Энд Янг. Привлечение капитала: Пер. с англ. — М.: Джон Уайли Энд Сайз, 1995. — 464 с.
8. Гесць В.М. Нестабільність та економічне зростання. — К.: Ін-т економічного прогнозування НАНУ, 2000. — 344 с.
9. Гесць В.М. Шляхи активізації інвестиційної діяльності в Україні // Банківська система України: теорія і практика становлення. — Суми, 1999. — Т. 1. — С. 18—30.
10. Гринеv В.Ф. Инновационный менеджмент: Учеб. пособие. — К.: МАУП, 2000. — 148 с.
11. Губанова Л.І. Оцінка інвестиційних проектів // Фінанси України. — 2002. — № 10. — С. 126—131.
12. Горбунов А.Р. Управление финансовыми потоками и организация финансовых служб предприятий, региональных администраций и банков. — М.: Изд. фирма "Анkil", 2000. — 224 с.
13. Журавський В.С., Згуровський М.З. Болонський процес: головні принципи входження в Європейський простір вищої освіти. — К.: ІВЦ вид-ва "Політехніка", 2003. — 200 с.
14. Завлин П.Н., Васильев А.В., Кноль А.И. Оценка экономической эффективности инвестиционных проектов (современные подходы). — СПб.: Наука, 1995. — 167 с.
15. Захарін С.В. Перспективні інтеграції України у міжнародний інвестиційний ринок // Фінанси України. — 2003. — № 9. — С. 102—112.
16. Инвестиции в Украине / Под ред. С.И. Вакарина. — К.: Конкорд, 1996.
17. Інституційна інвестологія: Навч. посіб. / За ред проф. С.К. Реверчука. — К.: Атіка, 2004. — 208 с.
18. Кваснюк Ю.Є., Киреев С.І., Мар'єнко А.В. Національні заощадження та економічне зростання / НАН України; Інститут економічного прогнозування / Ред. Б.Є. Кваснюк. — К.: МП "Леся", 2000. — 304 с.
19. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. — М., 1995.
20. Кремень В.Г., Степко М.Ф. та ін. Основні засади розвитку вищої освіти України в контексті Болонського процесу (документи і матеріали 2003—2004 рр.). — Т.: Вид-во ТДПУ ім. Гнатюка, 2004. — 200 с.
21. Крупка Я.Д. Прогресивні методи оцінки та обліку інвестиційних ресурсів. — Т.: Екон. думка, 2000. — 353 с.
22. Мартенс А. Инвестиции. — К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
23. Медвенчук С. Фінансово-господарські відносини держава — підприємство (етапи становлення і перспективи розвитку). — Л.: Ін-т регіон. досліджень НАН України, 2000. — 371 с.
24. Мелкумов Я.С. Организация и финансирование инвестиций: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 248 с.
25. Миркин Я. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.
26. Митин Б.М. Ценные бумаги: налоги, учет, правовое регулирование. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Современная экономика и право, 2001. — 480 с.

27. Михайленко О.П. Інвестування і реформування форм власності. — Х.: Основа, 2000. — 249 с.
28. Михайлова Б.А., Рожков Ю.В. Финансово-кредитные методы регулирования инвестиционных рынков. — М.: Перспектива, 1995.
29. Музиченко А.С. Державне регулювання інвестиційної діяльності / Наук.-дослід. екон. ін.-т Мін. економіки України. — К.: Наук. світ, 2001. — 345 с.
30. Онікієнко С. Облікові методи оцінки інвестиційної привабливості // Вісник НБУ. — 2001. — Липень. — С. 49—51.
31. Павличенко Р. Регулирование прямых иностранных инвестиций: тенденции и проблемы // Мировая экономика и международные отношения. — 2001. — № 4. — С. 30—35.
32. Пахомов Ю.М., Лук'яненко Д.Г., Губський Б.В. Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі. — К.: Україна, 1997. — 237 с.
33. Пашута М.Т., Калина А.В. Прогнозирование и макроэкономическое планирование — К., 1998. — 152 с.
34. Пересада А.А., Майорова Т.В. Інвестиційне кредитування: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2002. — 271 с.
35. Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. — К.: Т-во "Знання", КОО, 1999. — 262 с.
36. Поручник А.М., Антонюк Л.Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні. — К.: КНЕУ, 2000. — 171 с.
37. Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії: Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 // Укази Президента України. — К., 1997. — Т. 1. — С. 149—162.
38. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2000.
39. Рынок долговых ценных бумаг: Учеб. пособ. для вузов / А.О. Краев, Н.Н. Коньяков, П.Ю. Малеев. — М.: Изд-во "Экзамен", 2002. — 512 с.
40. Савчук В.П. Оценка эффективности инвестиций: Учеб. пособие. — Д.: ГметАУ, 1998.
41. Савчук В.П., Прилипко С.И., Величко Е.Г. Анализ и разработка инвестиционных проектов: Учеб. пособие. — К.: Абсолют-В: Эльга, 1999. — 304 с.
42. Титаренко Н.О., Поручник А.М. Теорії інвестицій: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2000. — 160 с.
43. Турбина К. Инвестиционный процесс и страхование инвестиций. — М.: Анкил, 1995.
44. Фабоци Ф., Коггин Д., Коллинз Б. Управление инвестициями: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 930 с.
45. Федоренко В.Г., Гойко А.Ф. Інвестознавство: Підручник. — К.: МАУП, 2000. — 407 с.
46. Фельдман А.В. Основы рынка производственных ценных бумаг. — М.: ИНФРА-М, 1996.
47. Финансовое управление фирмой /Под ред. В.И. Терехина. — М.: Экономика, 1998.
48. Черкасов В.Н. Международные инвестиции: Учеб.- практ. пособие. — М.: Дело, 1999.

Навчальне видання

Серія "Вища освіта ХХІ століття"

ПРАВИК Юлія Миколаївна

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

В Україні книгу можна придбати за адресами:

- м. Київ, вул. М. Грушевського, 4, маг. "Наукова думка", тел. (044) 278-06-96;
- м. Київ, вул. Л. Толстого, 11/61, маг. "Літера", тел. (044) 230-25-74;
- м. Київ, вул. Хрещатик, 44, маг. "Знання", тел. (044) 234-22-91;
- м. Київ, вул. Стрілецька, 13, маг. "Абзац", тел. (044) 581-15-68;
- м. Вінниця, вул. Привокзальна, 2/1, маг. "Кобзар", тел. (0432) 61-77-44;
- м. Донецьк, вул. Артема, 147А, "Будинок книги", тел. (062) 343-89-00;
- м. Дніпропетровськ, вул. Короленко, 3, маг. "Книжковий супермаркет", тел. (056) 372-80-18;
- м. Дніпропетровськ, Театральний б-р, 7, маг. "Світ книжок", тел. (0562) 33-77-85;
- м. Житомир, вул. Київська, 17/1, маг. "Знання", тел. (0412) 47-27-52;
- м. Запоріжжя, просп. Леніна, 142, маг. "Спеціальна книга", тел. (0612) 13-85-53;
- м. Івано-Франківськ, Вічовий майдан, 3, маг. "Сучасна українська книга", тел. (03422) 3-04-60;
- м. Кіровоград, вул. Набережна, 13, маг. "Книжковий світ", тел. (0522) 24-94-64;
- м. Кривий Ріг, пл. Визволення, 1, маг. "Букініст", тел. (0564) 92-37-32;
- м. Луганськ, вул. Радянська, 58, маг. "Глобус-книга", тел. (0642) 53-62-30;
- м. Луцьк, просп. Волі, 41, маг. "Знання", тел. (03322) 4-23-98;
- м. Львів, вул. Шевська, 6/2, маг. "Літера", тел. (0322) 94-82-08;
- м. Львів, просп. Шевченка, 16, маг. "Ноти", тел. (0322) 72-67-96;
- м. Львів, просп. Шевченка, 8, маг. "Українська книгарня", тел. (0322) 79-85-80;
- м. Одеса, вул. Буніна, 33, маг. "Будинок книги", тел. (0482) 32-17-97;
- м. Одеса, вул. Дерибасівська, 27, маг. "Дім книги", тел. (048) 728-40-13;
- м. Рівне, вул. Соборна, 57, маг. "Слово", тел. (0362) 26-94-17;
- м. Тернопіль, вул. Миру, 3А, маг. "Знання", тел. (0352) 53-21-22;
- м. Тернопіль, вул. Черновола, 18, маг. "Книжкова хата", тел. (0352) 52-24-33;
- м. Харків, вул. Сумська, 51, маг. "Books", тел. (057) 714-04-70, 714-04-71;
- м. Херсон, вул. Леніна, 14/16, маг. "Книжковий ряд", тел. (0552) 22-14-56;
- м. Хмельницький, вул. Подільська, 25, маг. "Книжковий світ", тел. (03822) 6-60-73;
- м. Черкаси, вул. Б. Вишневецького, 38, маг. "Світоч", тел. (0472) 36-03-37;
- м. Чернігів, просп. Миру, 45, маг. "Будинок книги", тел. (0462) 69-93-64.

Книготорговельним організаціям та оптовим покупцям
звертатися за тел.: (044) 537-63-61, 537-63-62; факс: 235-00-44.

E-mail: sales@znannia.com.ua

Підп. до друку 15.04.2007. Формат 60×90 1/16.

Папір офс. Друк офс. Гарнітура SchoolBook.

Ум. друк. арк. 27. Обл.-вид. арк. 26,5. Зам. № 7-255.

Видавництво "Знання" 01034, м. Київ-34, вул. Стрілецька, 28.

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції ДК № 1591 від 03.12.2003.

Тел.: (044) 234-80-43, 234-23-36

E-mail: sales@znannia.com.ua <http://www.znannia.com.ua>

Віддруковано на ВАТ «Білоцерківська книжкова фабрика»,
09117, м. Біла Церква, вул. Л. Курбаса, 4.

