

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**  
**МІСЬКОГО ГОСПОДАРСТВА імені О. М. БЕКЕТОВА**

**Г. В. Запорожець**

**ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ**

*(для здобувачів другого (магістерського) рівня вищої освіти  
всіх форм навчання спеціальності 073 – Менеджмент)*

**Харків**  
**ХНУМГ ім. О. М. Бекетова**  
**2022**

**Запорожець Г. В.** Інвестиційний менеджмент : конспект лекцій для здобувачів другого (магістерського) рівня вищої освіти всіх форм навчання спеціальності 073 – Менеджмент / Г. В. Запорожець ; Харків. нац. ун-т міськ. госп-ва ім. О. М. Бекетова.–Харків : ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2022. – 126 с.

Автор  
канд. екон. наук, доц. Г. В. Запорожець

Рецензенти:

**Н. О. Кондратенко**, доктор економічних наук, професор, професор кафедри менеджменту і публічного адміністрування (Харківський національний університет міського господарства імені О. М. Бекетова);

**М. К. Гнатенко**, кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри менеджменту і публічного адміністрування (Харківський національний університет міського господарства імені О.М. Бекетова)

*Рекомендовано кафедрою менеджменту і публічного адміністрування,  
протокол № 1 від 31.08.2021*

© Г. В. Запорожець, 2022

© ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2022

## ЗМІСТ

|   |    |
|---|----|
| ВСТУП.....  | 5  |
| ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ РЕСУРСАМИ ОРГАНІЗАЦІЇ.....                                       | 7  |
| ТЕМА 1 СУТНІСТЬ, МЕТА ТА ФУНКЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ.....  | 7  |
| 1.1 Основні функції інвестицій.....   | 7  |
| 1.2 Характеристика видів інвестицій відповідно до класифікаційних ознак.....  | 11 |
| 1.3 Суб'єкти та об'єкти інвестиційної діяльності підприємства. Законодавче забезпечення інвестиційної діяльності в Україні..... | 14 |
| 1.4 Сутність та функції інвестиційного менеджменту.....   | 18 |
| ТЕМА 2 МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ.....  | 21 |
| 2.1 Організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту.....  | 21 |
| 2.2 Інвестиційний аналіз.....   | 26 |
| 2.3 Інвестиційне планування.....  | 30 |
| 2.4 Грошові потоки в інвестуванні.....  | 36 |
| ТЕМА 3 ОЦІНКА ТА ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ.....   | 38 |
| 3.1 Інвестиційний ринок. Його сутність, види, інфраструктура.....   | 38 |
| 3.2 Кон'юнктура інвестиційного ринку.....   | 42 |
| 3.3 Ринок інвестицій та інвестиційних товарів.....  | 44 |
| ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2 МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ.....  | 47 |
| ТЕМА 4 ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА.....  | 47 |
| 4.1 Джерела інвестиційних ресурсів.....   | 47 |
| 4.2 Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів....  | 50 |
| 4.3 Учасники фінансового ринку.....   | 52 |
| ТЕМА 5 ПІДГОТОВКА РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ ПІДПРИЄМСТВА.....   | 57 |
| 5.1 Інвестиційний проєкт: зміст, етапи розробки і реалізації.....   | 57 |
| 5.2 Техніко-економічне обґрунтування проєкту.....   | 62 |
| 5.3 Розробка інвестиційного плану. Оцінка витрат.....   | 65 |
| 5.4 Оцінка інвестиційних проєктів.....  | 69 |
| ТЕМА 6 РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ.....   | 73 |
| 6.1 Поняття та історія виникнення венчурного бізнесу.....   | 74 |
| 6.2 Роль, умови та етапи венчурного фінансування.....   | 76 |
| 6.3 Організаційні форми венчурного підприємництва.....  | 84 |
| 6.4 Можливості венчурного інвестування в Україні.....   | 88 |
| ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 3 ЕФЕКТИВНЕ УПРАВЛІННЯ   |    |

|  |     |
|--|-----|
| ІНВЕСТИЦІЙНИМИ РЕСУРСАМИ РОЗВИТКУ ОРГАНІЗАЦІЇ.....                               | 91  |
| ТЕМА 7 ТЕОРІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ<br>МЕНЕДЖМЕНТІ.....                | 91  |
| 7.1 Ринок цінних паперів. Структура та учасники ринку цінних паперів...          | 91  |
| 7.2 Формування портфеля цінних паперів.....                                      | 96  |
| 7.3 Похідні цінні папери (деривативи), їх види і характеристика.....             | 102 |
| 7.4 Оцінка ефективності вкладення інвестицій у різні види цінних<br>паперів..... | 104 |
| ТЕМА 8 НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ І РИЗИК В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ<br>МЕНЕДЖМЕНТІ.....               | 106 |
| 8.1 Поняття невизначеності і ризику.....   | 106 |
| 8.2 Стратеги зменшення ступеня ризику.....                                       | 115 |
| 8.3 Врахування ризиків при обґрунтуванні ризикової премії.....                   | 119 |
| СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....  | 124 |

## ВСТУП

Навчальною програмою передбачено вивчення здобувачами за спеціальністю 073 – Менеджмент основ інвестиційної діяльності як специфічної області управління діяльності в усіх галузях народного господарства.

Метою вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» є:

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

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

В результаті вивчення дисципліни здобувач повинен знати законодавчу базу щодо інвестиційної діяльності в країні, новітні теорії та сучасні практики інвестиційної діяльності підприємства, що забезпечують його стабільне функціонування та розвиток організації.

Здобувачі повинні вміти аналізувати інвестиційні процеси на підприємствах; самостійно розробляти та приймати управлінські рішення, які забезпечують підвищення ефективності інвестиційної діяльності підприємства.

Після викладання дисципліни здобувачі повинні набути навичок роботи з інформаційними джерелами; обробки даних обстеження; складання плану інвестиційної діяльності; дослідницькі та організаторські щодо формування інвестиційних проєктів суб'єктів господарювання.

# **ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ РЕСУРСАМИ ОРГАНІЗАЦІЇ**

## **ТЕМА 1 СУТНІСТЬ, МЕТА ТА ФУНКЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ**

1.4 Основні функції інвестицій.

1.5 Характеристика видів інвестицій відповідно до класифікаційних ознак.

1.3 Суб'єкти та об'єкти інвестиційної діяльності підприємства. Законодавче забезпечення інвестиційної діяльності в Україні.

1.4 Сутність та функції інвестиційного менеджменту.

### **1.1 Основні функції інвестицій**

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

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 тощо.

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, облігації тощо);
- 2) рухоме і нерухоме майно (будівлі, споруди, машини, обладнання, транспортні засоби, обчислювальна техніка тощо);
- 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.

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.

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 (А).

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» ототожнюється 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 основного 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.

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, інвестиційна 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 Характеристика видів інвестицій відповідно до класифікаційних ознак**

Розглянемо класифікацію інвестицій в такому порядку.

а) За напрямками вкладення ресурсів інвестиції класифікують таким чином:

1) 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 розробки, придбання ліцензій, навчання персоналу, реклама фірмовий імідж, соціальна сфера);

2) фінансові інвестиції – це вкладення коштів у фінансові інструменти (активи), переважно цінні папери.

б) 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 участь 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.

в). Залежно від терміну інвестиційного проєкту:

– 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 випливають 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.

### **1.3 Суб’єкти та об’єкти інвестиційної діяльності підприємства.**

#### **Законодавче забезпечення інвестиційної діяльності в Україні**

До числа суб’єктів інвестиційної діяльності можуть бути піднесені 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 інвестування. 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 та цінами і на умовах, що визначаються за домовленістю сторін, якщо це не суперечить законодавству України, без обмеження та 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.

Як бачимо, основних інвесторів можна згрупувати у чотири групи:

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

## 1.4 Сутність та функції інвестиційного менеджменту

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

Місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління надано на рисунку 1.1.



Рисунок 1.1 – Місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління підприємством

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

и) 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 нагальної 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 могли 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.

## **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 Грошові потоки в інвестуванні.

### **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.

Основу 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 знаходить 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 у 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 Національного 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 проведення аналізу впливу зміни цін на формування обсягових показників інвестиційних ресурсів).

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:

1). за формами інвестиційної діяльності підприємства;

2). за регіоном діяльності, якщо для підприємства характерна диверсифікована інвестиційна діяльність;

3). 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).

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.

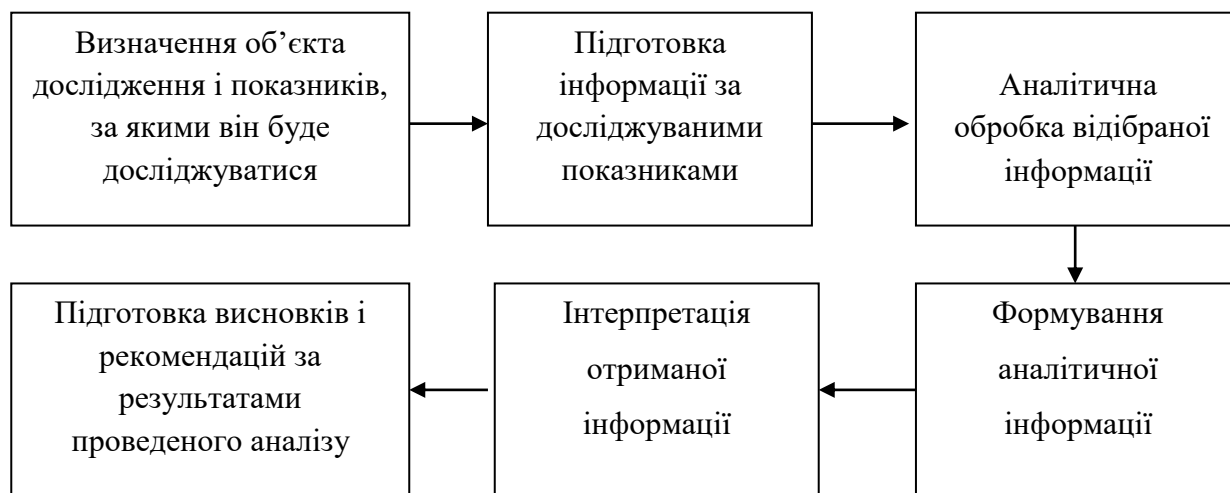


Рисунок 2.1 – Схема інвестиційного аналізу

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;

– структурний аналіз інвестиційних ресурсів – вивчаються показники використання власного і позичкового капіталу. Результати цього аналізу використовуються в процесі оцінювання фінансового левериджа, визначення середньозваженої вартості капіталу, що інвестується;

– структурний аналіз грошових потоків при інвестиційній діяльності.

2. 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.

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

4. 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.

– дослідження динаміки показників за ряд минулих періодів – метою цього аналізу є виявлення тенденції до змін показників, що характеризує тим самим процес інвестиційної діяльності.

### **2.3 Інвестиційне планування**

Основа 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, сформулювати 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.

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 проєкту;

3) розрахунок ставки дисконтування як бар'єрної ставки для всіх проєктів, що входять у портфель, або окремих проєктів залежно від джерела фінансування;

4) розрахунок поточної вартості грошових потоків;

5) оцінка якісних факторів і розрахунок ефективності кожної альтернативи;

б) порівняльна оцінка інвестицій за варіантами проєктів;

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 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.

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 сьогоднішнього моменту вартості грошових коштів, що передбачається отримати в майбутньому, необхідно дисконтувати ці суми згідно зі ставкою відсотка:

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

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 перетворяться 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 отримання заздалегідь обумовлену їх суму.

## **ТЕМА 3 ОЦІНКА ТА ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ**

3.1 Інвестиційний ринок. Його сутність, види, інфраструктура.

3.2 Кон'юнктура інвестиційного ринку.

3.3 Ринок інвестицій та інвестиційних товарів.

### **3.1 Інвестиційний ринок. Його сутність, види, інфраструктура**

Інвестиційний ринок як економічна категорія – це збалансованість попиту на інвестиції та випереджувальних можливостей підрядників 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'єкти ринку – інвесторів, замовників, підрядників, проєктні 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, матеріалів та обладнання, капітал, робочу силу, інформацію тощо);

3) інфраструктуру ринку – банки, біржі, брокерські фірми, Інституційних інвесторів (пенсійні фонди, страхові компанії тощо); іноземних інвесторів; агентські, посередницькі, рекламні, інформаційні служби і фірми; інженерно-консультаційні центри; аудиторські фірми; суд; арбітраж тощо;

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 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 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:

$$I_{\phi} \rightarrow \max D_i, \quad (3.1)$$

де  $I_{\phi}$  – інвестиції в будь-якій формі свого вираження (грошовій, товарній, інтелектуальній та ін.);

$\max D_i$  – 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. 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. Слід зауважити, що поняття «інвестиційний ринок» є узагальнюючим поняттям. Як показує досвід, інвестиційний ринок поділяється на групу ринків. На рисунку 3.1 наводиться класифікація ринків, яка може розширюватися.

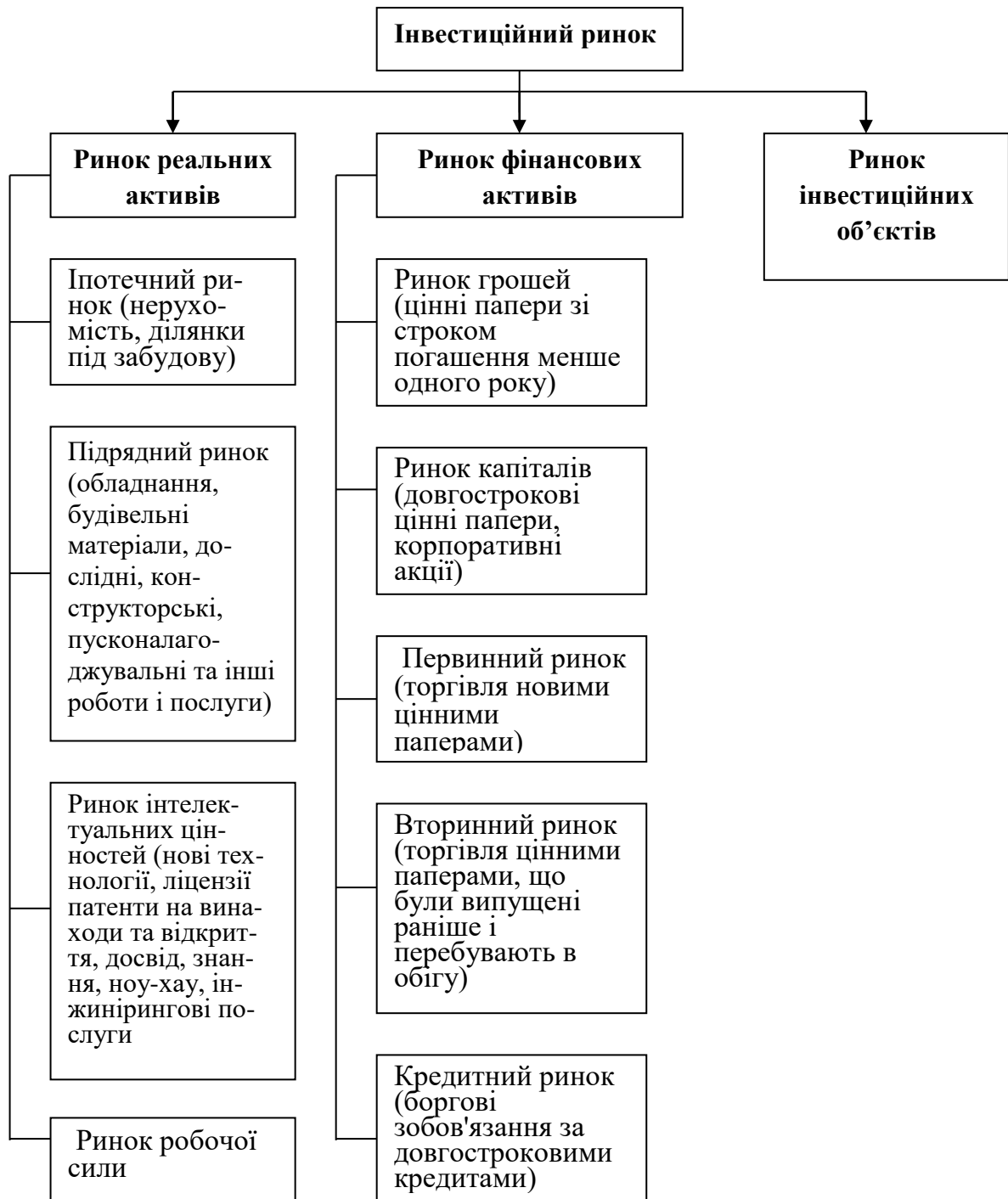


Рисунок 3.1 – Класифікація інвестиційного ринку

За участі в інвестуванні приватних фірм, компаній, громадян фінансування реальних інвестиційних проєктів, 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 проєктів, та інвесторами.

### **3.2 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. 3.2):

1. Підйом кон'юнктури – пов'язаний із поштовхом 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 інвестування. Ціни знижуються, інвестиційна діяльність стає збитковою.

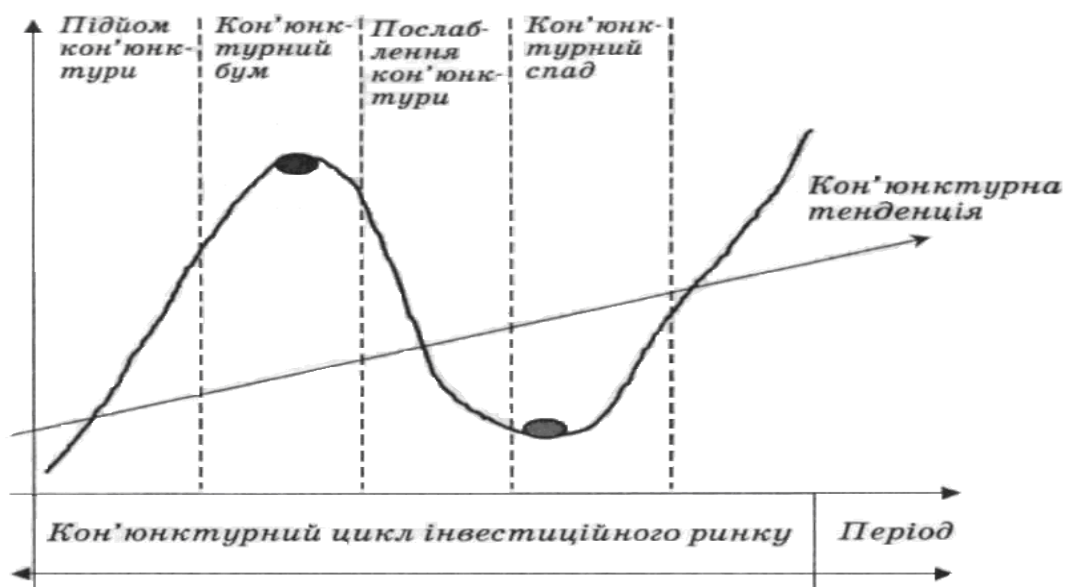


Рисунок 3.2 – Стадії кон'юнктури інвестиційного ринку

Як видно з рисунку 3.2, 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.

### **3.3 Ринок інвестицій та інвестиційних товарів**

Інвестиційний товар – це будівельні матеріали, будівельні машини та механізми, будівельні технології (патенти, ліцензії, ноу-хау), типові будівельні проекти тощо, 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 елемента інвестиційної інфраструктури має бути значною. Це потрібно для недопущення монополізації певних функцій певного елемента 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 проєкт. 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 вкладуються 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 відтворювання основних фондів: нове будівництво, розширення, реконструкція, технічне переозброєння;
- б) складом витрат: на будівельно-монтажні роботи, на придбання обладнання, інструментів і проєктно-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 проєктами. 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 проєктом 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 будівництво 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 будівництво 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.

Склалося так, що проєктування технологічної частини здійснюють спеціалізовані (галузеві) проєктні 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 відповідно до проєктно-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.

## **ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2 МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ**

### **ТЕМА 4 ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА**

4.1 Джерела інвестиційних ресурсів.

4.2 Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

4.3 Учасники фінансового ринку.

#### **4.1 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 проєкт 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-нації ЦП інших емітентів, кредиторська заборгованість, кредити та позики, спонсорство, державні субсидії.

Державне субсидіювання може здійснюватись в таких формах, як прямі позики та гарантовані позики, гранти на певні проєкти, пайова участь, прямі дотації, страхування. Субсидіюючи проєкт, 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 проєкту в перспективі. Під час передінвестиційних досліджень перед суб'єктами господарювання виникає проблема визначення обсягу інвестицій для фінансування проєкту. 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 компаній (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;

б) 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.

#### **4.2 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 проєктів.

Обґрунтування структури джерел фінансування необхідне з метою забезпечення фінансової стійкості компанії в період реалізації проєкту.

Оптимізація структури – це вибір найбільш вигідного співвідношення внутрішніх і 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.

Ця норма може бути обчислена так:

$$N_{зд} = N_{рд} + N_{кІ} + N_{рн} + N_{кл} + N_{Іс} + N_{Бс}, \quad (4.1)$$

де  $N_{зд}$  – загальна норма очікуваного доходу;

$N_{рд}$  – норма реального доходу;

$N_{кІ}$  – приріст норми доходу, що компенсує очікувані витрати від інфляції;

$N_{рн}$  – приріст норми доходу, що враховує ризик неплатежу;

$H_{KL}$  – приріст норми доходу, що має компенсувати недостатню ліквідність фінансових ресурсів інвестування;

$H_{IC}$  – приріст норми доходу на стадії інвестування проєкту (можливі надходження під час будівництва);

$H_{BC}$  – 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.

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.

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 податків 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.

### **4.3 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 випливають 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 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.

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.

## **ТЕМА 5 ПІДГОТОВКА РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ ПІДПРИЄМСТВА**

5.1 Інвестиційний проєкт: зміст, етапи розробки і реалізації.

5.2 Техніко-економічне обґрунтування проєкту.

5.3 Розробка інвестиційного плану. Оцінка витрат.

5.4 Оцінка інвестиційних проєктів.

### **5.1 Інвестиційний проєкт: зміст, етапи розробки і реалізації**

У загальному вигляді інвестиційний проєкт – 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 проєктом (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 проєкту 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 проєкту.

Суспільна значимість (масштаб) проєкту визначається впливом результатів його реалізації на хоча б один із ринків (внутрішніх чи зовнішніх): фінансових, продуктів та послуг, праці тощо, а також на екологічне і соціальне середовище.

Залежно від значимості (масштабу) проєкти 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 проєктів 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 проєкт 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.

Якщо проєкт 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 проєкту найчастіше проводиться за двоетапним циклом (чи в два етапи): на першій стадії розробляється попереднє техніко-економічне обґрунтування проєкту, 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 проєкту дослідження, пов'язані з конструюванням наміченої до виробництва продукції, технологією її виготовлення тощо.

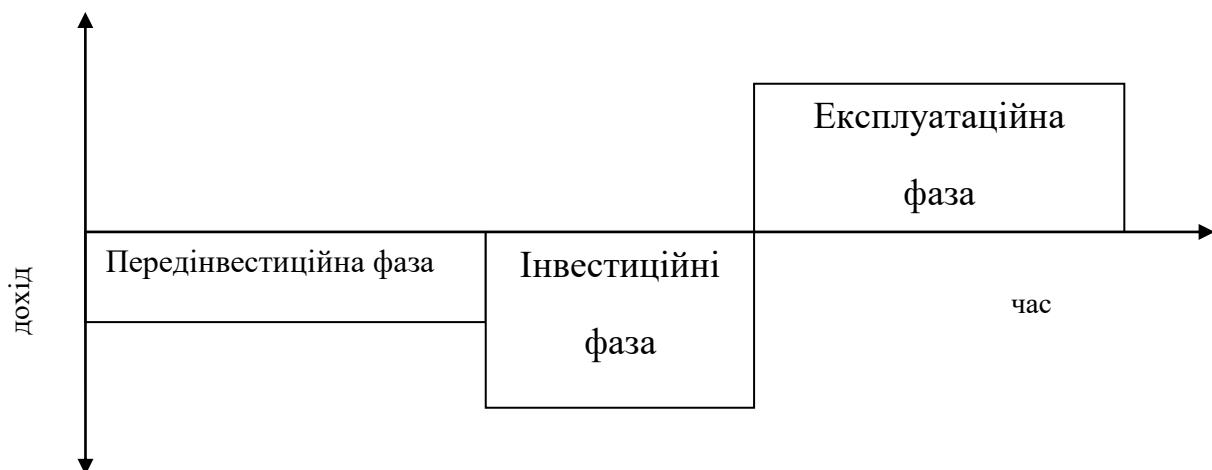


Рисунок 5.1 – Життєвий цикл інвестиційного проєкту

За концептуальним змістом перша і друга стадії ТЕО близькі. Відмінність полягає в глибині опрацювання проєкту, наступному уточненні вихідної техніко-економічної інформації, інформації про можливі обсяги реалізації, вартості кредиту і подібних зведень, що у кінцевому рахунку позначаються на показниках ефективності проєкту. Стадійність в опрацюванні проєкту 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 висувають тверді вимоги до вірогідності і надійності інформації, на базі якої розробляється ТЕО проекту.

Виконання необхідних робіт на передінвестиційній фазі вимагає значних витрат, при цьому спостерігається тенденція до їх зростання. 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 рисунку 5.2.

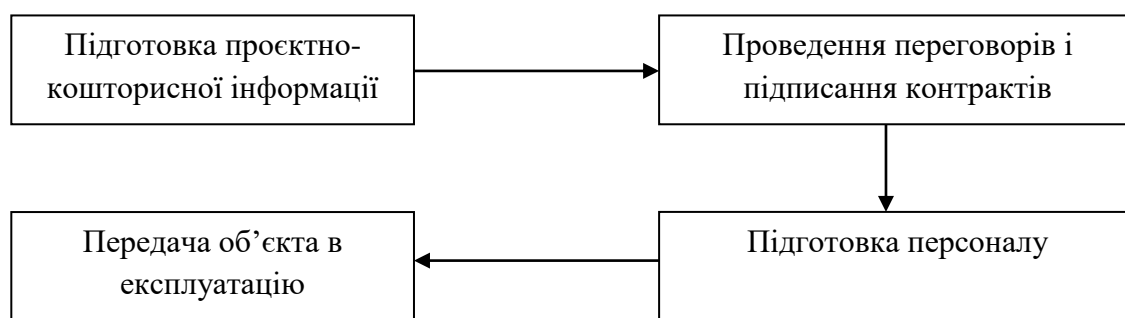


Рисунок 5.2 – Етапи інвестиційної фази

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 проєкту – 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 проєктних техніко-економічних показників – собівартості, продуктивності праці, якості продукції тощо.

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 проєкту: 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.

## **5.2 Техніко-економічне обґрунтування проєкту**

Вкладенню капіталу передуює підготовка – техніко-економічне обґрунтування (ТЕО) інвестиційного проєкту. В інвестиційному процесі цьому етапу відводиться значне місце, адже чим більше вірогідної та грамотно оформленої інформації про підприємство (проєкт) одержить інвестор, тим менше на нього чекає ймовірність ризику на етапі реалізації інвестиційного проєкту.

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 проєкти, то насамперед останні потребують розробки ТЕО.

Розробка ТЕО інвестиційного проєкту 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 проєкту має таку послідовність:

– визначають загальні дані, де окремо виділяють основні параметри проєкту (мета, тип та вид проєкту; загальний обсяг інвестицій; підтримка органів влади; номенклатура продукції; строки здійснення (життєвий цикл);

– ринок збуту (перелік споживачів);

– відомості про учасників (інвестори, компаньйони; замовники, керуючий проєктом; фірма-дивелопер; інжинірингово-консалтингова фірма; аудитори; проєктанти; землевласники; процес пусконалагодження; 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 проєкту та економічне обґрунтування проєкту.

Метою розробки інвестиційного проєкту 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 проєктування дало змогу розробити такі напрями техніко-економічного обґрунтування (ТЕО).

1. Передумови й історія проєкту (мета проєкту, його орієнтація, відповідність стратегії розвитку підприємства, пільги щодо оподаткування, 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 проєкту 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 проєкту 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 тощо).

4. Проєктно-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 тощо)

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 проєкту (строки будівництва, монтажу і пусконаладжувальних робіт).

9. Економічна і фінансова оцінка проєкту (повні інвестиційні витрати, джерела фінансування, показники економічної ефективності і фінансової стійкості проєкту).



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 проєкту). 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 проєкту і добору проєктів для фінансування. Чим вища якість окремих частин ТЕО, тим легша робота з оцінювання проєкту, більш надійні отримані результати.

За аналогічними напрямками звичайно розробляються й інші стадії передінвестиційних досліджень (якщо в їхній розробці виникає необхідність), інвестиційні пропозиції щодо створення об'єктів підприємницької діяльності, а також попереднє техніко-економічне обґрунтування (ПТЕО).

Відмінність полягає, по-перше, в якості і повноті використовуваних 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 проєкт.

Таким чином, розробка кожного розділу (напрямку) 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.

### **5.3 Розробка інвестиційного плану. Оцінка витрат**

Будь-який інвестиційний проєкт проходить 5 стадій життєвого циклу:

1) народження проєкту: перед проєктні дослідження, проєктування й освоєння інвестицій. Стадія характеризується великими витратами власних

коштів, можливо залучених і позичкових. Проєкт на цій стадії зазнає різноманітних ризиків. Прибуток відсутній;

2) «юність»: початок експлуатації проєкту. 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 проєкту (план дій);
- 10) оцінку ризику та форми страхування;
- 11) фінансовий план;
- 12) стратегію фінансування інвестиційного проєкту.

Більш детально розглянемо зміст інвестиційного плану та його види витрат. Отже, план інвестиційного проєкту, або інвестиційний план – це розділ фінансового плану, який містить оцінку інвестиційних витрат проєкту в цілому за вкладами інвесторів, у розрізі потоків коштів за часом, за джерелами фінансування.

Інвестиційні витрати плану інвестиційного проєкту поділяються на групи, а саме: капітальні витрати та інвестиційні поточні витрати ( $K_1$  та  $K_2$ ).

К<sub>г</sub> включають:

1) передінвестиційні дослідження – витрати, пов’язані з підготовкою інвестиційного проєкту, розробкою, включаючи бізнес-план + витрати, пов’язані з придбанням патентів і товарних знаків;

2) оренду земельних ділянок – сума орендної плати за період впровадження проєкту;

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;

б) технологію – це вартість технологічної документації, ліцензій, патентів або вартість прав користування ними;

7) будівельно-монтажні роботи;

8) обладнання;

9) пуско-налагоджувальні роботи.

К<sub>2</sub> включають:

1) підготовку кадрів – це витрати на підготовку, перепідготовку та підвищення кваліфікації кадрів, пов’язані з реалізацією проєкту, які не відносяться на собівартість продукції, що буде вироблятися;

2) накладні витрати – маркетингові й організаційні витрати за проєктом (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.

Ідея будь-якого вкладення капіталу має обґрунтовуватися розрахунками того, як майбутні доходи покривають 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 проєкту для його безпосередніх учасників. Ця оцінка базується на очікуваній нормі дохідності, яка влаштовує всіх суб'єктів інвестування. При цьому інші наслідки впровадження проєкту 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 проєкту.

Економічна ефективність інвестиційного проєкту – це різниця між результатами і витратами за межами фінансової ефективності прямих учасників проєкту. Економічна оцінка характеризує ефективність проєкту для народного господарства або галузі, групи підприємств, регіону тощо.

## 5.4 Оцінка інвестиційних проєктів

Методи оцінювання ефективності інвестиційних проєктів 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 проєкту й обсягами інвестування. Цей метод може застосовуватися для оцінювання інвестиційної діяльності компанії за рік, але чим довшим є строк реалізації проєкту, 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 проєкту (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 проєктів. Ці методи також є однією з основних причин раптових банкрутств компаній, чиє 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 проєкти 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 проєкту (чи будь-якого способу інвестування) і їхнє підсумовування за весь період існування проєкту і визначення трьох основних показників:

1. Загальний прибуток від проєкту.
2. Прибутковість інвестицій визначається.
3. Строк окупності інвестицій.

Ці три показники визначаються на основі даних бухгалтерського обліку і прогнозів прибутків від проєкту.

При проведенні цих розрахунків для інвестора однаковою мірою важливий прибуток, принесений сьогодні, у наступному році і за всіма роками проєкту. 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 проєкту. Дисконтування означає приведення доходів і витрат майбутніх періодів до року початку реалізації проєкту. 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 проєкту, тим більшу цінність вони для нього представляють.

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 приваблюваного капіталу. Її економічний зміст полягає в обліку альтернативних можливостей розміщення капіталу, тобто який відсоток можна було б одержати при розміщенні в інші альтернативні проєкти. 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 проєкт 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 проєкту очікувані гроші, чим довше чекати на них, і тим, за методикою дисконтування, менша їхня цінність для інвестора.

Для оцінки суми майбутніх грошових надходжень від проєкту, приведеної до дійсного часу (початку проєкту), потрібно розподілити її на величину  $(1 + a')$ .

Чим більше  $t$  – кількість років, через які надійдуть гроші, чим більше  $a'$ , 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 проєкту, приведена до моменту здійснення розрахунків,



зменшиться. Облік ризику й інфляції може значно знизити цінність майбутніх грошових надходжень від проєкту.

Методи розрахунку строку окупності включають:

1. Розрахунок без урахування обліку дисконтування. Цей метод можна застосувати в таких ситуаціях:

– коли інвестиції вводяться за один раз (однократно) на початку проєкту; 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;

– коли терміново потрібно зробити орієнтований розрахунок окупності проєкту, і коли вплив фактора дисконтування, за попередніми оцінками, невеликий.

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 нерівно мірними.

Метод «Вигоди – Витрати (Benefit-Cost Ratio)». Цей метод оцінює ступінь прибутковості проєкту шляхом зіставлення дисконтованих потоків доходів з дисконтованими потоками витрат.

Як правило, інвестор зіштовхується з тим, що проєкт 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.

## ТЕМА 6 РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ

- 6.1 Поняття та історія виникнення венчурного бізнесу.
- 6.2 Роль, умови та етапи венчурного фінансування.
- 6.3 Організаційні форми венчурного підприємництва.
- 6.4 Можливості венчурного інвестування в Україні.

### 6.1 Поняття та історія виникнення венчурного бізнесу

Венчурний капітал, як альтернативне джерело фінансування приватного бізнесу, зародився в США в середині 1950-х років. У Європі він з'явився тільки наприкінці 1970-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 Laboratories. 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 пропонованої угоди, хоча, здавалося, усі були зацікавлені його пропозицією. Ніколи раніше ще не доводилося створювати спеціальну фірму під абсолютно нову ідею, так ще й фінансувати теоретичний проєкт. 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). Шер-ман 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 1980-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 1990-х років венчурний бізнес у Європі акумулював 46 млрд ЕКЮ довгострокового капіталу, і нині кількість про-інвестованих 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.

## **6.2 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

варіанти, 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 30 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 проєктів, 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 проєктів 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 проєктів, прийнятих на фінансування, 95 % становили рекомендовані проєкти.

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 надають 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 проєкти 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.

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 надприбуткові сфери вкладення капіталу. Поряд з пенсійними фондами дедалі активнішими вкладниками в незалежні фірми венчурного капіталу стають страхові компанії

«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.

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 проєкти.

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.

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

### **6.3 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 членів пулу або до закінчення строку дії договору про партнерство (як правило, 10 років).

Фонди з великими капіталами (понад мільярд доларів) вкладають свої кошти не в одну, а в цілу низку компаній на різних стадіях розвитку, тобто практикують так званий розподільний ризик. Подібна практика дає змогу, з одного боку, зменшувати підприємницький ризик інвесторів, а з іншого - багатьом новоствореним малим венчурним фірмам отримувати кошти одночасно від кількох компаній, причому частка участі всіх інвесторів відповідає внеску кожного з них. Оптимальним вважається фінансування у 10-15 проєктів.

Закриті пули, досягаючи успіху у своїй справі, отримують можливість залучати кошти з банків, страхових компаній, пенсійних фондів та інших джерел. За оцінками спеціалістів, ці компанії – могутня сила у венчурному підприємстві. Згідно з даними Європейської асоціації венчурних фондів за 2005 р., майже 65 % загального венчурного інвестування Великобританії і Голландії забезпечується «незалежними» (закритими) венчурними фондами.

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 величезні доходи за рахунок значного зростання ціни акцій. Зокрема, в США у 2005 р. молоді акціонерні компанії залучили близько 39 млрд дол. венчурного капіталу. А протягом 2000-2004 рр., коли на фондовому ринку з'явилися акції 2800 приватних компаній, їм вдалося акумулювати майже 140 млрд дол.

Важливим етапом аналізу мережі організацій венчурної сфери є розробка відповідної класифікації таких організацій і фірм.

З розвитком венчурного підприємництва проблема розмежування типів венчурних організацій ускладнилася тим, що реальна чисельність таких організацій дуже велика, і при їх класифікації не можна обійтись малою чисельністю груп з чіткими фінансовими особливостями.

Методологічною основою класифікації інноваційних організацій є концепція видів спеціалізації ланок організаційної структури. Саме вид спеціалізації необхідно віднести до найважливіших основ класифікації організацій.

Отже, найважливішою ознакою у класифікації малих венчурних організацій є вид спеціалізації (товарна, ресурсна, технологічна).

У разі, коли основним фактором, що визначає профіль діяльності організації, є продукт, то має місце товарна спеціалізація. Аналогічно визначається ресурсна і технологічна спеціалізації.

Інші суттєві ознаки класифікації – це вид науково-технічної продукції, ступінь охоплення стадій циклу «дослідження – впровадження» тощо.

На відміну від традиційного виробництва венчурна діяльність орієнтована на обслуговування виробництва і, зокрема, на конкретний

виробничий об'єкт. Адресна орієнтація відіграє велику роль в організаційній структурі науки, оскільки вона сприяє розвитку інтеграційних процесів.

Групи підприємств, які мають потреби у певних видах послуг, виступають співзасновниками структур, що є виробниками таких послуг.

Залежно від інвестиційних перспектив відокремлюють три типи венчурних підприємств:

- низькопотенційні підприємства для венчурного капіталу, прибутки яких за 5 років становлять 50 млн дол. Такі підприємства не приваблюють венчурних інвесторів, проте їх кількість на ринку сягає 90 % усіх венчурних підприємств;

- венчури середнього ринку, прибутки яких коливаються від 10 до 50 млн дол. щорічно. Саме такі підприємства потребують участі венчурного капіталу;

- високопотенційні підприємства, які впродовж 5 років мають понад 50 млн дол. щорічного прибутку. Вони найпривабливіші для венчурних інвесторів. Ці підприємства, як правило, мають корпоративну форму власності і становлять 1 % загальної кількості інноваційних підприємств.

Малі венчурні фірми не випадково є головним об'єктом ризикового капіталу. У колі експертів і представників ділового світу існує думка про високу ефективність науково-дослідних робіт у таких фірмах.

Дослідження, проведені в США, показали, що ще в 70-80-х роках кожне четверте велике нововведення було розроблене і впроваджене у фірмах із чисельністю працюючих менше як 100 осіб. Саме малі венчурні фірми дали путівку в життя таким винаходам, як електрографія, вакуумні лампи, кольоровий фотопапір, мікропроцесор, персональний комп'ютер.

Статистика показує, що «батьками» понад 60 % великих нововведень ХХ ст. є венчурні фірми. Венчурне фінансування передбачає застосування різних механізмів фінансування на різних етапах інноваційного процесу. Це дає змогу максимально задовольняти потреби у фінансових коштах, а також ефективно поєднувати інтереси власників капіталу і малого бізнесу.

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

Адже в малих фірмах невеликий апарат управління, що не тільки знижує накладні витрати, а й дає змогу уникнути бюрократичних зволікань, які знижують ефективність роботи. Зрештою в таких фірмах вища гнучкість виробництва, вони краще бачать тенденції розвитку; більш вміло пристосовуються до попиту споживача. Усе це сприяє прискоренню процесу нововведення. Досвід високорозвинутих країн показує, що стратегічний альянс підприємств із венчурним капіталом приводить до значних економічних результатів.

Отже, слід зауважити, що венчурні фірми – це серйозне джерело нововведень і для їх створення необхідна наявність чотирьох складових:

- 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.

#### **6.4 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.

Балансовий прибуток у малому бізнесі отримали лише підприємства приватної форми власності, а всі інші – державна, колективна, міжнародних організацій та юридичних осіб інших держав – збитки 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 константувати 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 ТАСЕЗ та фондів «Відродження», «Євразія». Розпочато програму з розвитку бізнес-інкубаторів в Україні, що фінансується агентством США з Міжнародного розвитку УБАШ.

## **ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 3 ЕФЕКТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ РЕСУРСАМИ РОЗВИТКУ ОРГАНІЗАЦІЇ**

### **ТЕМА 7 ТЕОРІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ**

7.1 Ринок цінних паперів. Структура та учасники ринку цінних паперів.

7.2 Формування портфеля цінних паперів.

7.3 Похідні цінні папери (деривативи), їх види і характеристика.

7.4 Оцінка ефективності вкладення інвестицій у різні види цінних паперів.

#### **7.1. 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 передуює 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.

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.

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 тощо.

Основні цінні папери – це цінні папери, в основі яких лежать майнові права на який-небудь актив (товар, гроші, капітал, майно, ресурси тощо).

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, варіанти 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 та 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.

## **7.2 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 портфелів 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 зростають 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 фондів 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 тощо.

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.

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 фондів 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 позиками можуть бути спрямовані на поповнення оборотного капіталу (придбання товарно-матеріальних цінностей);

6) емісійний дохід суспільства слугує джерелом формування 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.

### **7.3 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 укладення такого форвардного контракту. При цьому будь-яка сторона форвардного контракту має право відмовитися від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони контракту або у випадках, визначених цивільним законодавством.

Претензії щодо невиконання або неналежного виконання форвардного контракту можуть пред'являтися виключно емітенту такого форвардного контракту.

Продавець форвардного контракту не може передати (продати) зобов'язання за цим контрактом іншим особам без згоди покупця форвардного контракту. Покупець форвардного контракту має право без погодження з іншою стороною контракту в будь-який момент до закінчення строку дії (ліквідації) форвардного контракту продати такий контракт будь-якій іншій особі, включаючи продавця такого форвардного контракту.

2. Ф'ючерсний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту.

При цьому будь-яка сторона ф'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 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.



#### **7.4 Оцінка ефективності вкладення інвестицій у різні види цінних паперів**

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 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 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 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 похідним 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 звернення.

Для безкупонних облігацій можливий розрахунок таких показників ефективності:

1. Очікувана норма доходу інвестицій в облігації за весь період до погашення.
2. Номінальна прибутковість до погашення
3. Ефективна прибутковість
4. Прибутковість облігацій зі змінним купонним відсотком
5. Поточну норму прибутковості
6. Ефективність облігацій з виплатою всієї суми відсотків при погашенні

## **ТЕМА 8 НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ І РИЗИК В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ**

- 8.1 Поняття невизначеності і ризику.
- 8.2 Стратегії зменшення ступеня ризику.
- 8.3 Врахування ризиків при обґрунтуванні ризикової премії.

### **8.1 Поняття невизначеності і ризику**

Здійснення інвестиційної діяльності пов'язане з можливою розбіжністю умов, що враховуються при обґрунтуванні проєкту, і фактичної ситуації його реалізації. Наприклад, продукція, що виготовляється в рамках інвестиційного проєкту, 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) проєкту 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 проєкту, тому можливі ті чи інші непередбачені події, ймовірні характеристики яких не відомі.

Внаслідок невизначеності в ході реалізації інвестиційного проєкту 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 проєкту.

### **Класифікація невизначеності 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 проєкту, 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 тощо);

2) невизначеність цілей, наявність різноманітної інвестиційної діяльності (можна прагнути до досягнення визначених значень прибутку, рентабельності, строку окупності тощо);

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 обмеженістю ресурсів (фінансових, тимчасових, технічних), зміна попиту і переваг споживачів;

5) невизначеність, пов'язана з необхідністю обліку фактору 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 проєкту. Характеристика ризиків як позитивних, так і негативних відхилень дозволяє використовувати для їхньої оцінки дисперсію (тобто методи математичної статистики) і більш властиву фінансовим інвестиціям.

Інвестиційні ризики поділяються на такі види.

1. За причинами виникнення розрізняють:

– диверсифіковані (специфічні, внутрішні) – пов’язані з особливостями здійснення конкретного проєкту (наявність сировини, успіх програм маркетингу тощо), їх можна зменшити правильним вибором варіанта інвестування і розподілом капіталу між різними видами інвестицій, галузями, регіонами, проєктами (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 проєкту розрізняють ризики операційної, інвестиційної, фінансової діяльності і ризики управління інвестиційною діяльністю.

Ризики операційної діяльності виникають на експлуатаційній фазі реалізації проєкту. Ризики інвестиційної діяльності характерні для інвестиційної фази. Ризики фінансової діяльності – для інвестиційної й експлуатаційної фаз.

3. За ступенем впливу на проєкт 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 проєкту.

Ризик-менеджмент – це система управління ризиками і фінансовими відносинами, що виникають у процесі господарської діяльності підприємства.

Управління проєктними ризиками включає розробку і реалізацію обґрунтованих для певного проєкту 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 проєкту для всіх його учасників;
- досягнення корисності і цінності інвестицій для суспільства;
- досягнення суспільного схвалення, публічного визнання проєкту (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 проєкту, пов'язаний з оцінкою ефективності розроблюваних заходів і впливу їх на результатні показники проєкту. 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 проєкту.

Розглянемо такі основні правила управління проєктними ризиками:

1. При розробці ТЕО проєкту необхідно оцінити всі можливі наслідки ризику.
2. Можливі втрати від настання ризикової події не повинні перевищувати величину власного капіталу, використовуваного для реалізації проєкту.
3. Втрати, що може понести інвестор, мають бути істотно нижчими від прогнозованого доходу.
4. Рішення про реалізацію проєкту 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 проєкту 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 проєкту.

Процес ідентифікації ризиків включає низку послідовних процедур:

1) виявлення джерел (причин) ризиків;

2) визначення можливих для даного інвестиційного проєкту 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 проєкту.

Прогноз і аналіз потенційних джерел ризику проводиться з метою визначення в майбутньому тих сфер усередині і поза сферою організації інвестиційного проєкту, що можуть призвести до суттєвих втрат, можливо критичного характеру.

Джерела ризиків – це незаплановані події, здатні потенційно здійснитися і вплинути на інвестиційний проєкт.

Стосовно підприємства, що реалізує інвестиційний проєкт, 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 проєкту;
- політичні умови підприємницької й інвестиційної діяльності;
- фізичні ушкодження матеріальних цінностей;
- конструктивні, технологічні особливості продукції, що випускається в рамках інвестиційного проєкту;
- 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 проєктуванні, а також потребу виявити ступінь можливості його виникнення і величину втрат, що погрожують у цьому випадку.

Аналіз ризиків інвестиційного проєкту 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 проєкту.

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 ймовірностей, 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 прийнятного 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

розроблюваної 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 проєктів;

- розподіл – поділ відповідальності за ризик між учасниками інвестиційного проєкту.

## **8.2 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 проєкту) тільки в тому випадку, коли очікуваний прибуток вищий, ніж вартість капіталу плюс надбавка за ризик. Самострахування має успіх тільки в тому випадку, коли інвестор має портфель інвестицій, і наявність ймовірних ризиків розподілено за іншими напрямами 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 ймовірність збитків.

В інвестиційній діяльності передбачаються такі види страхування:

- відповідальності за непогашений кредитів;
- від втрати прибутку;
- від простою виробництва;
- від комерційних ризиків, у тому числі від невиконання договорів постачань і несплати проєктної продукції;
- екологічних ризиків проєкту;
- 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 проєкту, 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 проєктного 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 проєкту з метою своєчасного обліку можливого ризику;

- постійний і комплексний моніторинг виконання інвестиційного проєкту, що дає змогу вчасно виявляти відхилення показників від оптимального значення, вживати відповідних заходів і за необхідності прийняти рішення про вихід з проєкту.

Результатом робіт з керування ризиками інвестиційного проєкту є розробка спеціального розділу в складі техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) проєкту. 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 проєкту:

- 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 проєкту 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 сферами 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:

- ризики 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 проєкту;

– ризики 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 проєктів можуть поділятися на 3 великі групи: фінансові, будівельні та експлуатаційні.

Залежно від виду інвестиційного проєкту розробляється система заходів протидії ризикам: заставні операції та гарантування; диверсифікація; страхування; лімітування; розподілення 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 проєктів із частковим регресом на позичальника при створенні інвестиційного консорціуму, коли суб’єкти інвестування розподіляють між собою ризик пропорційно вкладанню у

інвестиційний проєкт. Для отримання додаткової інформації про об'єкт інвестування за кордоном використовують послуги екаутингових компаній, які займаються збиранням, обробкою, аналізом та формуванням різних видів бізнес-інформації.

### **8.3 Врахування ризиків при обґрунтуванні ризикової премії**

Такий механізм врахування ризику при оцінюванні ефективності дає змогу запобігти реалізації проєктів, загальна прибутковість яких не виправдано завищена. Облік ризику при формуванні норми доходу обов'язковий, оскільки найбільше відображає реальні умови реалізації проєкту.

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 проєкту 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).

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 проєктів) 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.

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.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент / И. А. Бланк. – Київ : МП «Итем ЛТД», «Юнайтед ЛТД», 1995. – 448 с.
2. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента : в 2 т. / И. А. Бланк.– Київ : Эльга-Н, Ника-Центр, 2001.– Т. 1. – 536 с.
3. Бланк И. А. Управление инвестициями предприятия / И. А. Бланк.– Київ : Ника-Центр, Эльга, 2003. – 480 с.
4. Інвестиційний менеджмент : навч. посіб. / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда, Ю. М. Великий. – Харків : ВД «ИНЖЕК», 2005. – 664 с.
5. Інвестування : навч. посіб. / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда, Ю. М. Великий ; під заг. ред. д-ра екон. наук, проф. В. М. Гриньової. – 2-ге вид., допрац. і доп. – Харків : ВД «ИНЖЕК», 2004. – 404с.
6. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посіб. / Т. В. Майорова. – Київ : Центр навчальної літератури, 2004. – 376 с.
7. Пономаренко В. С. Реальне інвестування суб`єктів господарювання : навч. посіб. / В. С. Пономаренко, О. М. Ястремська. – Харків : ХДЕУ, 2000. – 168 с.
8. Портфельне інвестування : навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – Київ : КНЕУ, 2004. – 408 с.
9. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств : навч. посіб./ Д. М. Черваньов.– Київ : Знання-Прес, 2003. – 622 с.
10. Бень Т.Г. Інтегральна оцінка фінансового стану підприємства / Т. Г. Бень, С. Б. Довбня / Фінанси України. – 2002. – № 6. – С. 53–60.
11. Гончаров А. Б. Инвестирование : учебное пособие для самостоятельного изучения дисциплины / А. Б. Гончаров. – Харьков : ИД «ИНЖЭК», 2003. – 352 с.

12. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності : монографія / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда; за заг. ред. В. М. Гриньової.– Харків : Вид. ХДЕУ, 2002. – 464 с.

*Навчальне видання*

**ЗАПОРОЖЕЦЬ** Ганна Володимирівна

**ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ**

*(для здобувачів другого (магістерського) рівня вищої освіти  
всіх форм навчання спеціальності 073 – Менеджмент)*

Відповідальний за випуск *М. А. Браташ*  
*За авторською редакцією*  
Комп'ютерне верстання *Г. В. Запорожець*

План 2021, поз. 151Л

---

Підп. до друку 20.12.2022.                      Формат 60 × 84/16.  
Електронне видання. Ум. друк. арк. 7,3

Видавець і виготовлювач:  
Харківський національний університет  
міського господарства імені О. М. Бекетова,  
вул. Маршала Бажанова, 17, Харків, 61002.  
Електронна адреса: office@kname.edu.ua  
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи:  
ДК № 5328 від 11.04.2017.