

Міністерство освіти і науки України

Національний технічний університет України
«Київський політехнічний інститут»

ІНВЕСТИВАННЯ

Конспект лекцій

Київ
НТУУ «КПІ»
2013

Інвестування [Текст] : конспект лекцій для студентів напряму підготовки 6.030503 «Міжнародна економіка» / Уклад.: Скоробогатова Н.Є. – К.: НТУУ «КПІ», 2013. – 120 с.

*Гриф надано Вченою радою ФММ НТУУ “КПІ”
(Протокол № 7 від 25.02.2013 р.)*

Навчальне видання

Інвестування

Конспект лекцій

для студентів напряму підготовки 6.030503 «Міжнародна економіка»

Укладач: к.е.н. Скоробогатова Наталя Євгенівна

Рецензенти: д.е.н., проф. Дергачова Вікторія Вікторівна
д.е.н., проф. Яловий Гаррі Кирилович

Відповідальний редактор: д.т.н., проф. Гавриш Олег Анатолійович

Зміст

Вступ	4
1. Методологічні основи інвестування	5
2. Суб'єкти інвестиційної діяльності	14
3. Іноземні інвестиції	25
4. Інноваційне інвестування	34
5. Характеристика і види реальних інвестицій	42
6. Інвестиційне проектування	46
7. Оцінка ефективності інвестицій	59
8. Інвестиційні ризики та методи їх оцінки	69
9. Фінансове забезпечення інвестиційного процесу	79
10. Цінні папери, особливості їх випуску та обігу	91
11. Інститути ринку цінних паперів	104
12. Управління портфелем цінних паперів	109
Список рекомендованої літератури	118

Вступ

Кредитний модуль «Інвестування» відноситься до циклу професійно-орієнтованих дисциплін і є однією з профілюючих для студентів, які навчаються на кафедрі міжнародної економіки за напрямом підготовки 6.030503 «Міжнародна економіка» у вищих навчальних закладах освіти III-IV рівнів акредитації при підготовці фахівців освітнього рівня «Бакалавр». Курс взаємопов'язаний та базується на таких дисциплінах, як економічна теорія, фінанси, економіка підприємства, основи менеджменту, маркетинг. У зв'язку з цим вивчення дисципліни «Інвестування» є актуальним у сучасних умовах господарювання. Предметом є інвестиційна діяльність підприємств та країни, визначення її ефективності та доцільності.

Метою дисципліни «Інвестування» є вивчення теоретичних засад інвестиційної діяльності; надання практичних навичок правильно застосовувати методичний інвестиційний інструментарій; формування теоретичної та методологічної бази, необхідної для подальшого оволодіння практикою фінансового, реального, інноваційного та іноземного інвестування.

Головними завданнями курсу є наступні:

- усвідомити сутність, місце і роль інвестування в процесі економічного відтворення;
- засвоїти основні засади інноваційного інвестування, значення інвестицій в інноваційні процеси для розвитку держави, суспільства;
- засвоїти методичні прийоми щодо оцінки ефективності реальних та фінансових інвестицій;
- виробити вміння опрацьовувати й аналізувати доцільність реалізації інвестиційних проектів в умовах невизначеності;
- визначити економічно обґрунтовані методи фінансування інвестиційної діяльності та напрямки її державного регулювання;
- виробити у студентів практичні навички вирішення інвестиційних завдань, вміння самостійного творчого пошуку ефективних управлінських рішень у сфері інвестицій, вибору напрямків оптимізації інвестиційної діяльності підприємств.

ТЕМА 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ІНВЕСТУВАННЯ

Питання до теми:

- 1.1. Сутність інвестицій
- 1.2. Класифікація інвестицій
- 1.3. Ринкова модель інвестиційного процесу
- 1.4. Інвестиційна діяльність, державне стимулювання інвестиційної діяльності.
- 1.5. Інвестиційний клімат та фактори, що його утворюють.

1.1. Сутність інвестицій

Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.91р. дає наступне визначення: *інвестиції* – всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток або досягається соціальний ефект. Такими цінностями можуть бути: грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери; рухоме і нерухоме майно (будинки, споруди, обладнання та інші матеріальні цінності); майнові права, що випливають із авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва, але не запатентованих («ноу-хау»); права користування землею, водою, ресурсами, будівлями, обладнанням, а також інші майнові права; інші цінності.

У широкому розумінні інвестиції є вкладенням капіталу з метою його збільшення. При цьому приріст капіталу повинен бути достатнім, щоб компенсувати інвестору відмову від використання коштів на споживання в теперішньому періоді, винагородити його за ризик та відшкодувати збитки від інфляції в майбутньому періоді. Інвестиції – це те, що «відкладають» на завтрашній день, щоб мати можливість більше споживати в майбутньому.

Під інвестиціями розуміють економічні ресурси, які спрямовуються на збільшення реального капіталу товариства, тобто на розширення або модернізацію виробничого апарату. Це може бути пов'язане з придбанням нових машин, будинків, транспортних засобів, а також із будівництвом доріг, мостів та інших інженерних споруд.

В економічному аналізі розрізняють валові та чисті інвестиції. **Валові інвестиції** характеризують загальний обсяг інвестиційних коштів у певному періоді, спрямованих на відтворення (нове будівництво, реконструкція, розширення, придбання засобів виробництва), приріст товарно-матеріальних запасів, а також на підтримання діючих потужностей. **Чисті інвестиції** є вкладенням коштів у виробничі фонди, що заново створюються, та виробничий апарат, що відновлюються. Вони дорівнюють сумі валових інвестицій, зменшеній на суму амортизаційних відрахувань у певному періоді. Динаміка показника чистих інвестицій відображає характер економічного розвитку країни в розрізі співвідношення між простим та розширеним відтворенням.

Фактори, які впливають на обсяг інвестицій:

– Рівень заощаджень у доходах населення – в умовах низьких доходів на душу населення основна їх частина використовується на споживання.

– Норма дохідності інвестицій – прибуток є основним мотивом інвестування, тому чим вища норма дохідності очікується, тим більш привабливими будуть вкладення.

– Темп інфляції – чим вищий цей показник, тим більше буде знецінюватись майбутній прибуток від інвестицій і, відповідно, буде менше стимулів для нарощування обсягів інвестицій.

– Ставка банківського процента – якщо очікувана норма чистого прибутку перевищує ставку банківського процента, то за подібних умов інвестування буде ефективним, і навпаки.

– Податкова політика – при збільшенні рівня податкового тиску зменшується попит на інвестиції.

У процесі інвестиційної діяльності важливим є фактор часу. Інвестору необхідно порівнювати час інвестування і час отримання прибутку або соціального ефекту.

1.2. Класифікація інвестицій

Інвестиції в об'єкти підприємницької діяльності здійснюються в різних формах. В економічній теорії і на практиці з метою ведення обліку, аналізу і планування інвестиції класифікують за окремими ознаками.

1. За об'єктами вкладення:

- реальні інвестиції;
- фінансові інвестиції.

2. За способом участі в інвестиційному процесі:

- прямі інвестиції;
- непрямі інвестиції.

3. Залежно від форми власності інвесторів:

- державні інвестиції;
- приватні інвестиції;
- іноземні інвестиції;
- спільні інвестиції.

4. За періодом інвестування:

- короткострокові інвестиції;
- довгострокові інвестиції.

5. За регіональною ознакою:

- внутрішні інвестиції;
- зовнішні інвестиції (вивезення капіталу).

1.3. Ринкова модель інвестиційного процесу

У сучасній економічній літературі можна зустріти різні підходи до тлумачення терміну «*інвестиційний ринок*», зокрема, у вузькому значенні

цей термін використовують для позначення ринку інвестиційних товарів (усіх видів будівельних матеріалів і активної частини основних виробничих фондів) та інвестиційних послуг (будівельно-монтажних робіт). У зарубіжній літературі інвестиційний ринок ототожнюється із фондовим, на якому основними формами інвестицій є інвестиції в цінні папери. У праці професора Бланка І.О. «Інвестиційний менеджмент» знаходимо наступне визначення цього поняття: «Інвестиційний ринок – це сукупність економічних відносин, які виникають між продавцями та покупцями інвестиційних товарів і послуг, а також об'єктів інвестування в усіх його формах». Інвестиційний ринок розглядається як сукупність окремих ринків (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Складові інвестиційного ринку

У більш вузькому значенні використовують термін «інвестиційний процес». *Інвестиційний цикл* – комплекс дій від моменту прийняття рішення про інвестування до завершальної стадії інвестиційного проекту, наприклад, науково-дослідні та конструкторські роботи, прийняття інвестиційних рішень, планування та проектування, підготовка до

будівництва, будівництво, вихід на проектні показники і режим окупності вкладень. Інвестиційний цикл складається з трьох основних періодів:

- 1) передінвестиційна фаза;
- 2) фаза інвестицій – здійснення затрат, вкладення коштів;
- 3) експлуатаційна фаза – відшкодування витрачених коштів.

Деякі науковці виділяють ще четвертий етап – ліквідаційний, коли надходження за проектом суттєво скорочуються на постає проблема – продовжувати реалізацію проекту чи згортати його?

Інвестиційний процес визначається як ряд інвестиційних циклів, які повторюються.

Інвестиційний комплекс – система підприємств та організацій, які виконують у виробництві функцію створення необхідних нерухомих основних фондів, достатніх для діяльності підприємств та організацій усіх галузей народного господарства. До складу інвестиційного комплексу входять:

- 1) інвестори – вкладники капіталу;
- 2) підрядні будівельні підприємства і фірми незалежно від форм власності, субпідрядні спеціалізовані організації та будівельні кооперативи;
- 3) проектні підприємства та архітектурні організації;
- 4) промисловість будматеріалів, конструкцій та виробів;
- 5) хімічна, металургійна, лісова, деревообробна промисловість у частині, пов'язаній із поставкою предметів для інвестиційного комплексу;
- 6) машинобудівельні підприємства, продукція яких призначена для створення нерухомих основних фондів і будівництва виробництва;
- 7) агреговані виробничі управлінські структури;
- 8) інвестиційні банки;
- 9) ринкова інфраструктура інвестиційного комплексу;
- 10) органи державного регулювання ринкових відносин в інвестиційному комплексі.

Фінансовий (інвестиційний) ринок – це ринок, де громадяни та організації, які бажають позичити гроші, зустрічаються з тими, у кого є зайві гроші.

Заощадження – єдине джерело інвестиційного капіталу. Вони виникають, коли доходи перевищують витрати. Особисті заощадження набувають форми банківських депозитів, сертифікатів пенсійних фондів, облігацій державних позик, корпоративних цінних паперів, страхових полісів і т.д. Інвестиційна діяльність завжди починається з ринку, оскільки заощаджень та поточних доходів потенційному інвестору для початкового капіталу, як правило, недостатньо. Крім того, інвестор завжди намагається залучити до справи позиковий (акціонерний) капітал з метою зменшення ризику і розподілу ризику відповідальності.

Ринок реальних активів пропонує інвестиційні товари та послуги: нерухомість, ділянки під забудову (іпотечний ринок); обладнання, будівельні матеріали, дослідницькі, конструкторські, будівельні, монтажні, пусконаладжувальні та інші роботи і послуги (підрядний ринок); нові технології, ліцензії, патенти на винаходи та відкриття, досвід, знання, «ноу-хау», інжинірингові послуги (ринок інтелектуальних цінностей).

Ринок фінансових активів поділяється наступним чином:

- грошовий ринок (ринок цінних паперів, боргових свідоцтв із строками погашення менше одного року);
- ринок капіталів (довгострокових цінних паперів та корпоративних акцій);
- кредитний ринок (боргових зобов'язань за довгостроковими кредитами).

Ринок капіталів, у свою чергу, поділяється на первинний (торгівля новими цінними паперами) і вторинний (торгівля між інвесторами раніше випущеними цінними паперами, що знаходяться в обігу). Важливою частиною ринку інвестицій є *ринок інвестиційних об'єктів (товарів)*. Їх виробництво та рух на ринку забезпечується елементами інвестиційної інфраструктури.

Особливим є *підрядний ринок*, бо формується у межах певного регіону, оскільки ці об'єкти, як правило, прив'язані до місця їх споживання. Цей ринок виконує свої функції задовільно лише тоді, коли на роль підрядника претендує не одна фірма (монополіст), а декілька. Чим більше в регіоні фірм, які спеціалізуються на виробництві того чи іншого інвестиційного товару, тим вищий рівень конкуренції і нижча ціна реалізації.

Суб'єкт інвестиційного ринку – інвестор, мотивом для якого є отримання майбутніх доходів, направляє на інвестиційний ринок, де запозичує інвестиційний капітал та придбаває інвестиційні товари, забезпечуючи тим самим реалізацію власного інвестиційного товару.

Для створення ринку інвестиційних товарів усі замовлення на підрядні роботи необхідно розміщувати через торги, які називаються *тендери*. Головне завдання цих елементів інвестиційної інфраструктури – об'єднати продавців та покупців.

Інвестиційна привабливість компанії відображає такий її економічний та фінансовий стан, при якому потенційний інвестор може прийняти рішення про вкладення вільних коштів у розвиток даного підприємства без великого ступеня ризику втратити їх або не отримати відповідний дохід на вкладений капітал.

1.4. Інвестиційна діяльність.

Державне стимулювання інвестиційної діяльності

Відповідно до Закону України «Про інвестиційну діяльність», **інвестиційною діяльністю** є сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій.

Інвестиційна діяльність здійснюється на основі:

– інвестування, здійснюваного громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, спілками і товариствами, також громадськими і релігійними організаціями, іншими юридичними особами, заснованими на колективній власності;

- державного інвестування;
- інвестування, здійснюваного органами місцевого самоврядування;
- іноземного інвестування, здійснюваного іноземними громадянами, юридичними особами та державами;
- спільного інвестування, здійснюваного громадянами та юридичними особами України, іноземних держав.

Загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності в Україні, поряд із основними принципами, зафіксовані в Законі «Про інвестиційну діяльність».

Державна підтримка інвестиційної діяльності передбачає участь держави у розробленні та/або реалізації інвестиційних проектів.

Державна підтримка для реалізації інвестиційних проектів надається шляхом:

- фінансування реалізації інвестиційних проектів за рахунок коштів державного або місцевих бюджетів;
- співфінансування інвестиційних проектів з державного та місцевих бюджетів;
- надання відповідно до законодавства для реалізації інвестиційних проектів державних і місцевих гарантій з метою забезпечення виконання боргових зобов'язань за запозиченнями суб'єкта господарювання та кредитування за рахунок коштів державного або місцевих бюджетів;
- повної або часткової компенсації за рахунок коштів державного або місцевих бюджетів відсотків за кредитами суб'єктів господарювання для реалізації інвестиційних проектів;
- застосування інших форм, передбачених законодавством України.

Державна підтримка для розроблення або реалізації інвестиційних проектів надається виключно після державної реєстрації проектних (інвестиційних) пропозицій або інвестиційних проектів та оцінки їх економічної ефективності, яка проводиться центральним органом

виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері економічного розвитку, протягом одного місяця у порядку та згідно з критеріями, встановленими Кабінетом Міністрів України.

Відбір проектних (інвестиційних) пропозицій та інвестиційних проектів, для розроблення або реалізації яких надається державна підтримка, здійснюється на конкурсній основі на підставі даних Державного реєстру інвестиційних проектів та проектних (інвестиційних) пропозицій, а також експертних висновків за результатами проведення експертної оцінки їх економічної ефективності.

Центральний орган виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері економічного розвитку, на підставі поданих суб'єктами інвестиційної діяльності відомостей щодо наданої їм державної підтримки і даних Державного реєстру інвестиційних проектів та проектних (інвестиційних) пропозицій забезпечує здійснення моніторингу та аналізу ефективності використання державної підтримки інвестиційної діяльності.

1.5. Інвестиційний клімат та фактори, що його утворюють

Інвестиційний клімат формується під впливом політичних, правових, економічних і соціальних чинників. Значимість кожного чинника в окремо взятій країні різна, оскільки це залежить від рівня економічного розвитку, історичних та національних тенденцій.

Для оцінки можна використати наступні узагальнюючі синтетичні показники:

- політична і фінансова стабільність;
- рівень загальноекономічного розвитку країни;
- рівень розвитку ринкової та інвестиційної інфраструктури;
- ємність внутрішнього ринку;
- вартість робочої сили;

- купівельна спроможність населення;
- рівень криміногенних, екологічних та інших ризиків.

П. Самуельсон звернув увагу на тісний взаємозв'язок та взаємозалежність заощадження і нагромадження (інвестування). Увесь комплекс чинників, що визначають інвестиційний клімат, можна поділити на три групи:

1) *Інституціональні*: внутрішня і зовнішня політична стабільність, національне законодавство в цілому і політика держави щодо іноземних інвестицій, господарське і фінансове право, міцність державних інститутів, український менталітет, ступінь державного втручання в економіку, культура.

2) *Економічні*: загальна характеристика економіки, ємність фондового ринку, характеристика банківської сфери, стабільність національної валюти, ринкова та інвестиційна інфраструктура, інформаційна відкритість і традиційність, податки і тарифи, вартість робочої сили, доступ до факторів виробництва.

3) *Соціально-психологічні*: соціальний рівень розвитку суспільства, рівень кваліфікаційної підготовки робочої сили, доступ до факторів виробництва.

ТЕМА 2. СУБ'ЄКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Питання до теми

- 2.1. Класифікація суб'єктів інвестиційної діяльності
- 2.2. Економічні засади взаємодії різних груп інвесторів
- 2.3. Особливості функціонування держави як суб'єкта інвестиційної діяльності
- 2.4. Державне регулювання інвестиційного процесу
- 2.5. Організаційна структура та форми діяльності інвестиційних компаній

2.1. Класифікація суб'єктів інвестиційної діяльності

До **суб'єктів інвестиційної діяльності** віднесено інвесторів та учасників інвестиційної діяльності, які забезпечують здійснення інвестицій.

Суб'єктом інвестиційної діяльності є **інвестор**, який приймає рішення про вкладення власних, позикових або залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. Суб'єктами інвестиційної діяльності (інвесторами та учасниками) можуть бути громадяни і юридичні особи України та іноземних країн, а також держави в особі урядів (рис. 2.1.).

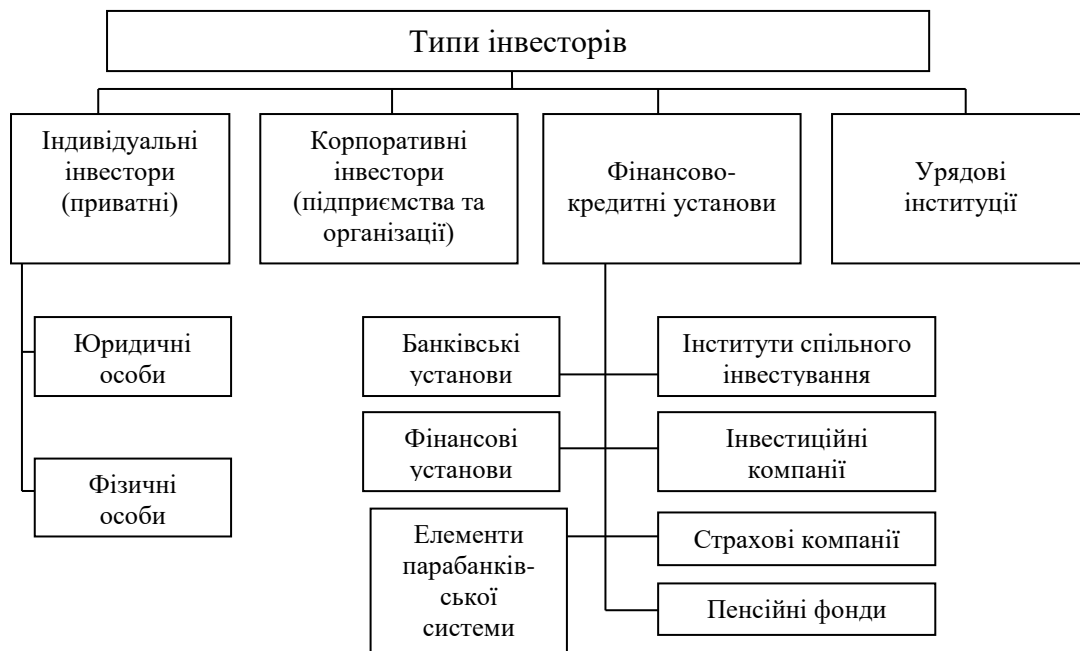


Рис. 2.1. Класифікація суб'єктів інвестування

Учасники інвестиційної діяльності – громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора. Інвестор визначає мету, спрямованість та обсяги інвестицій і залучає для їх реалізації на договірних засадах будь-яких учасників інвестиційної діяльності, в тому числі й шляхом організації конкурсів і торгів. Як передбачено законодавством, інвестори можуть виступати в якості:

- покупців (якщо вони купують страхові поліси, ощадні сертифікати комерційних банків і т.д.);
- продавців;
- замовників (під час укладення договору-підряду на будівництво);
- кредиторів.

Індивідуальні та інституційні інвестори

Згідно із законодавством України **індивідуальними суб'єктами інвестиційного ринку** можуть бути фізичні особи — як резиденти, так і нерезиденти (тобто ті, які проживають за межами України).

Серед **інституційних інвесторів** виокремлюють такі три групи:

— Інституційні інвестори, які здійснюють переважно прямі, точніше, спрямовані інвестиції в обмежене коло підприємств — холдинги, фінансові групи та фінансові компанії.

Холдингова компанія являє собою головну компанію будь-якої фінансової імперії, монополії, яка володіє контрольним пакетом акцій дочірніх підприємств і спеціалізується на управлінні тією імперією, яку утворюють ці підприємства разом зі своїми дочірніми фірмами.

Фінансова група — це об'єднання підприємств, пов'язаних в єдине ціле системою взаємної участі. На відміну від холдингу, фінансова група не має головної фірми, яка спеціалізується на управлінні.

Фінансова компанія — це корпорація, що фінансує обране за певним критерієм, визначене, але досить вузьке коло інших корпорацій і не здійснює диверсифікацію вкладень, яка властива інвестиційній компанії та іншим подібним структурам. Як правило, фінансова компанія (на відміну від холдингової) не володіє контрольними пакетами акцій корпорацій, що нею фінансуються.

— Інституційні інвестори, які здійснюють повсюдні інвестиції, не дотримуючись якогось певного, заздалегідь обраного набору об'єктів інвестування. У цю групу входять інвестиційні компанії, страхові та пенсійні фонди тощо. У широкому розумінні всі інституційні інвестори другої групи можна назвати інвестиційними компаніями. Проте у вузькому розумінні *інвестиційна компанія* — це компанія, що формує свій капітал за рахунок внесків дрібних інвесторів на загальних підставах і не займається страховою чи будь-якою іншою діяльністю. Вкладення у цінні папери для неї — єдиний вид діяльності.

Інвестиційні компанії можна класифікувати за такими ознаками:

- 1) юридичною формою — традиційно під інвестиційною компанією розуміють інвестиційне акціонерне товариство (формує свій капітал шляхом випуску та продажу акцій); інвестиційна ж фірма, яка управляє капіталом вкладників за їх довіреністю, називається трастом;
- 2) спеціалізацією вкладень. Інвестиційна компанія може вкладати капітал у різні види цінних паперів (універсальна інвестиційна компанія) чи надавати перевагу вкладенням їх в окремий вид таких паперів. Спеціалізація інвестиційної компанії залежить від мети її акціонерів;
- 3) ступенем свободи менеджерів у прийнятті рішень. З цих позицій розрізняють інвестиційну компанію, в якій менеджери мають широку свободу дій стосовно інвестицій, і таку, де менеджери мають обмежену свободу дій стосовно інвестицій.

Якщо інвестиційна компанія має лише один портфель інвестицій, то вона являє собою *інвестиційний фонд*, який може бути двох типів — відкритий і закритий.

— Інституційні інвестори, які здійснюють повсюдні інвестиції, але не мають стабільного портфеля цінних паперів, називаються **інвестиційними дилерами**. Ці інституції прагнуть отримати прибуток шляхом спекулятивної гри на біржі. До них належать *торгові компанії, інвестиційні банки, фондові домів, інвестиційні пули* і т. д.

Функціональні учасники інвестиційного процесу

Функціональними учасниками інвестиційного процесу можуть виступати:

Фірма-девелопер — юридична особа, яка бере на себе функції з повної реалізації капіталу, що інвестується. Така фірма зазвичай самостійно здійснює пошук найвигіднішого місця вкладення коштів інвестора, розробку проекту, його фінансування, реалізацію та введення в експлуатацію.

Фірма-ріелтер — це фірма-посередник з торгівлі нерухомістю. Ріелтери працюють за угодами з продавцями нерухомості.

Інжиніринго-консалтингова фірма — це фірма, яка займається розробкою на договірних засадах різного роду документації — інформаційної, науково-технічної, проектно-кошторисної та іншої.

Будівельна фірма виконує весь комплекс робіт за інвестиційним проектом (проектно-дослідницькі, будівельні, монтажні, пуско-налагоджувальні) та здає інвестору готовий об'єкт «під ключ».

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

2.2. Економічні засади взаємодії різних груп інвесторів

Заощадження сімейних господарств у замкненій економіці є єдиним джерелом надходження коштів на грошовий ринок. Зв'язок між заощадженнями та інвестиціями можна формалізувати наступним чином:

$$I_p = Z - D_n, \quad (2.1)$$

де I_p – інвестиційні ресурси, що знаходяться в розпорядженні фірми;

Z – загальна маса заощаджень, що надійшли на грошовий ринок;

D_n – сума приросту державних позик, розміщених на грошовому ринку.

Представники різних економічних шкіл по-різному ставляться до необхідності та можливості створення та дії подібного механізму. **Монетаристи** виходять із того, що грошовий ринок має механізм, який одночасно впливає на підприємства та сімейні господарства, стимулюючи їх інвестувати і заощаджувати рівноцінні маси грошових коштів. Таким механізмом є динаміка процентної ставки як плати за використання грошових заощаджень.

Представники **кейнсіанської школи** заперечують можливість автоматичного вирівнювання заощаджень та інвестицій на тій підставі, що не

тільки процентна ставка впливає на їх рух, а сама змінюється під впливом не тільки попиту на інвестиції та пропозиції заощаджень. Ключовий аргумент кейнсіанців полягає в тому, що рішення про заощадження та інвестиції приймають різні економічні суб'єкти, які керуються різними цілями і міркуваннями. Рішення про зміну заощаджень приймають мільйони сімейних господарств, кожне з яких керується, перш за все, можливістю одержати прибуток.

Економічна теорія та практика країн з ринковою економікою відпрацювала різноманітні комплекси заходів впливу, що стимулюють або обмежують інвестиційний попит і пропозицію.

На початку 20-го сторіччя Ірвіном Фішером була розроблена *теорія заощаджень та добробуту*, який зробив ряд припущень щодо заощадження та споживання домогосподарств:

1. Початковий добробут, потік та процент прибутку є головними чинниками, що визначають пересічне життєве споживання домогосподарств і визначають усі життєві ресурси.

2. Споживання не залежить від тимчасової структури прибутку.

3. Зміни у прибутку за певний рік можуть лише несуттєво впливати на всі життєві ресурси, а, отже, і на споживання у будь-якому році.

4. Майбутній прибуток матиме значення для поточного споживання і впливає на всі життєві ресурси.

5. Домогосподарства будуть розподіляти свій життєвий прибуток між роками так, щоб одержати найбільше задоволення.

Мілтон Фрідман (теорія перманентного прибутку) у 1950-і роки додав до теорії Фішера припущення про те, що домогосподарства бажають мати сталий рівень споживання весь час і, зрозуміло, хочуть мати його настільки великим, наскільки можуть це дозволити. Найбільший рівень споживання, що можуть собі дозволити домогосподарства, – це ануїтет (щорічні постійні грошові надходження) усіх життєвих ресурсів. Цей ануїтет

Фрідман назвав перманентним прибутком і довів, що щорічне споживання домогосподарств буде дорівнювати їх перманентному прибутку.

Франко Моділіані (гіпотеза життєвого циклу) припустив, що домогосподарства бажають розділити своє споживання рівномірно протягом усього життя, але з тенденцією до підвищення. Він також припустив, що трудові прибутки домогосподарства протягом життя мають вигляд горба з пологим і крутим боками. Прибутки зростають до виходу господарів на пенсію, після – знижуються досить різко.

Сьогодні всі три теорії утворюють єдину **перманентно-прибуткову теорію життєвого циклу**, яка є теоретичною основою вивчення інвестиційної діяльності приватних інвесторів.

Розглянемо дві основні теорії, що застосовуються для пояснення інвестиційної діяльності нефінансових фірм (підприємницька інвестиційна діяльність), – *теорію граничної ефективності інвестування (теорію Кейнса) та теорію Тобіна*.

При поясненні інвестиційної діяльності фірм **Кейнс** у своїй праці «Загальна теорія зайнятості, процента та грошей» виходив із припущення, що фірми намагаються максимізувати прибуток у будь-якому році, що розглядається. З точки зору інвестування, фірма повинна знайти для себе такий рівень активів та заборгованості, який буде максимізувати її прибуток. Фірма обмежена у виборі цього рішення двома чинниками.

По-перше, рівень її заощаджень є постійним протягом короткого терміну, тому, купуючи додаткові активи (інвестуючи), фірма змушена запозичати кошти.

По-друге, у фірми є тільки обмежений список нових активів, про які вона має достатню інформацію.

Джеймс Тобін розвинув альтернативну теорію Кейнса версію. Він припустив, що менеджери фірм намагаються максимізувати ринкову вартість акціонерного капіталу, а не поточного прибутку.

Ринкова вартість власного капіталу фірми визначається як різниця між ринковою вартістю активів та всіх боргів. Для фірм, акції яких обертаються на ринку цінних паперів, цей показник дорівнює добутку кількості акцій на їх ринкову ціну. Економісти визначають вартість власного капіталу фірми через ринкову оцінку всіх очікуваних прибутків акціонерів, тобто дисконтовану вартість поточних та майбутніх прибутків фірми.

За теорією Тобіна, фірма може намагатися знайти такий обсяг активів та боргів, який буде максимізувати ринкову вартість її власного капіталу. При цьому вона матиме такі ж обмеження, що й у теорії Кейнса: скінчену множину активів, про які фірма добре інформована, та необхідність фінансування додаткових активів шляхом запозичення капіталу.

2.3. Особливості функціонування держави як суб'єкта інвестиційної діяльності

Держава виступає в ролі **інвестора** за наступних умов:

- як інвестор – бере на себе функції інвестора тих галузей економіки і виробництв, продукція яких має загальнонаціональний характер і відповідно до законодавства може вироблятися на державних підприємствах або підприємствах, приватизація яких проводитиметься найближчим часом;
- фінансування тих галузей та виробництв, де держава є замовником та споживачем продукції (оборонна промисловість, об'єкти державної інфраструктури, магістралі, термінали);
- функції інвестора в соціальній сфері, особливо при фінансуванні продукції агропромислового комплексу;
- держава тимчасово може інвестувати ті виробництва, де спостерігається спад виробництва (агрегати, вузли, запасні частини, які споживаються вітчизняними підприємствами);
- держава може інвестувати розвиток виробництв, доцільність яких обґрунтовується ринковою кон'юнктурою (з метою отримання прибутку).

Зростаюче недофінансування сектора економічної інфраструктури державою, з одного боку, та все більш низька ефективність функціонування державних підприємств у даному секторі – з іншого, обумовили пошук урядами багатьох країн світу виходу із становища, що склалося. Приблизно в один і той же час (70-і роки) багато з них прийшли приблизно до однакового висновку про необхідність залучення до сектора економічної інфраструктури приватного капіталу, конкретні способи та умови якого досить різноманітні:

- приватизація об'єктів економічної інфраструктури;
- контракти на управління цими об'єктами приватними структурами;
- лізинг об'єктів;
- створення спільних підприємств за участю державних та приватних структур в секторі економічної інфраструктури;
- державні концесії і т.д.

Найбільш радикальним способом із перерахованих вище є *приватизація*, однак вона пов'язана з високими ризиками як для держави, так і приватних структур, може породжувати великі витрати для суспільства, створювати політичну спрямованість економічних перетворень.

Державні концесії буквально передбачають передачу (уступку) державою своїх прав приватній структурі на здійснення тих чи інших господарських операцій на обумовлений термін.

У секторі економічної інфраструктури передаватися (уступатися) можуть:

- уже створені за рахунок держави об'єкти для їх експлуатації (використання) приватними інфраструктурами (операційна концесія);
- права на створення таких об'єктів та їх подальшу експлуатацію (інвестиційна концесія).

У реальному житті найчастіше мають місце змішані форми концесії. Держава впливає на інвестиційну діяльність як прямо через державний сектор економіки, так і опосередковано – через свої інститути (органи виконавчої влади, Національний банк, Фонд державного майна, Інноваційний фонд, інші позабюджетні фонди, антимонопольний комітет, органи держарбітражу).

2.4. Державне регулювання інвестиційного процесу

Залежно від стану економіки (рівня інфляції, дефіцитності) використовуються різні концепції державного регулювання.

Формами опосередкованого впливу держави на інвестиційний процес є:

- державне кредитування;
- державні позики;
- роздержавлення та приватизація;
- податкове регулювання;
- амортизаційна політика;
- державний лізинг;
- ліцензування і квотування;
- антимонопольні заходи;
- стандартизація.

Захист національного інвестиційного ринку називається **протекціонізмом**, який здійснюється за допомогою:

- високих митних зборів на товари, що імпортуються;
- податки на іноземні інвестиції;
- обмеження або заборону ввозу окремих товарів;
- заохочення розвитку національного товаровиробника;
- субсидіювання національного інвестора.

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату, інвестиційної привабливості окремих галузей чи регіонів здійснюється через:

- податкові пільги чи канікули;
- пільгові кредити;
- державні субсидії;
- заохочення створення підприємств з іноземними інвестиціями, міжнародних концернів і консорціумів, вільних (офшорних) зон. Окремим напрямом державного регулювання є регулювання ринку цінних паперів.

Грошово-кредитне регулювання економіки здійснюється через НБУ шляхом регулювання попиту і пропозиції на залучені кошти. Грошово-кредитна політика НБУ залежно від стану економіки проводиться або в формі кредитної експансії, або кредитної рестрикції.

НБУ проводить і операції на фондовому ринку, тобто здійснює продаж та купівлю державних цінних паперів (облігацій, казначейських зобов'язань). У світовій практиці операції з цінними паперами вважаються найдієвішими методами грошово-кредитного регулювання економіки. З метою кредитної експансії центральні банки купують державні цінні папери і, навпаки, продають їх, коли прагнуть обмежити розширення кредиту комерційних банків.

Центральні банки опосередковано впливають на інвестиційну діяльність і через регулювання норми обов'язкових або мінімальних резервів. Цей метод полягає у встановленні комерційним банкам норм обов'язкових резервів у вигляді певного проценту від суми їх депозитів, що зберігаються у нього на рахунках. При збільшенні норм обов'язкових резервів зменшується розмір кредитних ресурсів і, навпаки, при їх зниженні комерційні банки отримують можливість для розширення кредитних операцій, збільшення частки довгострокових кредитів, стимулюючи тим самим інвестиційний процес.

2.5. Організаційна структура та форми діяльності інвестиційних компаній

Інвестиційні компанії – це форма кредитно-фінансових інститутів, що активно почали розвиватися в західних країнах у повоєнні роки, хоча існувала і в довоєнний період. Нині інвестиційні компанії поділяються на два типи: закриті та відкриті.

Інвестиційні компанії закритого типу здійснюють випуск своїх акцій у певній кількості. Новий покупець може купити їх у попередніх утримувачів за ринковою ціною.

Інвестиційні компанії відкритого типу, які називаються взаємними фондами, випускають свої акції поступово, певними частинами, в основному новим покупцям. Ці акції, як правило, можуть передаватися або продаватися.

Основою пасивних операцій інвестиційних компаній є залучені грошові кошти від реалізації власних цінних паперів, акціонерний капітал, резервний фонд, нерухомість компанії.

Активні операції інвестиційних компаній мають певну специфіку і відрізняються від операцій інших небанківських кредитно-фінансових інститутів. Справа в тому, що основні грошові кошти, отримані від продажу власних акцій, інвестиційні компанії обох типів вкладають в акції різноманітних корпорацій і компаній. Інвестиційні компанії залучають до інвестиційної діяльності широкі верстви населення, тобто дрібного інвестора. Завдяки цьому вдається, по-перше, мобілізувати значні кошти для капіталовкладень в економіку, по-друге, створити певну ілюзію, що можна стати володарем акцій і таким чином власником.

ТЕМА 3. ІНОЗЕМНІ ІНВЕСТИЦІЇ

Питання до теми

- 3.1. Сутність іноземних інвестицій та їх класифікація
- 3.2. Проблеми іноземного інвестування в Україні
- 3.3. Державна політика заохочення іноземних інвестицій
- 3.4. Інститути міжнародної інвестиційної діяльності

3.1. Сутність іноземних інвестицій та їх класифікація

Відповідно до Закону країни «Про режим іноземного інвестування», **іноземні інвестори** – суб'єкти, які провадять інвестиційну діяльність на території України, а саме:

– юридичні особи, створені відповідно до законодавства іншого, ніж законодавство України;

- фізичні особи - іноземці, які не мають постійного місця проживання на території України і не обмежені у дієздатності;
- іноземні держави, міжнародні урядові та неурядові організації;
- інші іноземні суб'єкти інвестиційної діяльності, які визнаються такими відповідно до законодавства України.

Іноземні інвестиції – цінності, що вкладаються іноземними інвесторами в об'єкти інвестиційної діяльності відповідно до законодавства України з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту.

Підприємство з іноземними інвестиціями – підприємство (організація) будь-якої організаційно-правової форми, створене відповідно до законодавства України, іноземна інвестиція в статутному капіталі якого, за його наявності, становить не менше 10 відсотків.

Підприємство набирає статусу підприємства з іноземними інвестиціями з дня зарахування іноземної інвестиції на його баланс.

Іноземні інвестиції можуть здійснюватися у **вигляді:**

- іноземної валюти, що визнається конвертованою Національним банком України;
- валюти України - відповідно до законодавства України;
- будь-якого рухомого і нерухомого майна та пов'язаних з ним майнових прав;
- акцій, облігацій, інших цінних паперів, а також корпоративних прав (прав власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, створеної відповідно до законодавства України або законодавства інших країн), виражених у конвертованій валюті;
- грошових вимог та права на вимоги виконання договірних зобов'язань, які гарантовані першокласними банками і мають вартість у конвертованій валюті, підтверджену згідно з законами (процедурами) країни інвестора або міжнародними торговельними звичаями;

– будь-яких прав інтелектуальної власності, вартість яких у конвертованій валюті підтверджена згідно з законами (процедурами) країни інвестора або міжнародними торговельними звичаями, а також підтверджена експертною оцінкою в Україні, включаючи легалізовані на території України авторські права, права на винаходи, корисні моделі, промислові зразки, знаки для товарів і послуг, ноу-хау тощо;

– прав на здійснення господарської діяльності, включаючи права на користування надрами та використання природних ресурсів, наданих відповідно до законодавства або договорів, вартість яких у конвертованій валюті підтверджена згідно з законами (процедурами) країни інвестора або міжнародними торговельними звичаями;

– інших цінностей відповідно до законодавства України.

Іноземні інвестиції можуть здійснюватися у таких **формах**:

– часткової участі у підприємствах, що створюються спільно з українськими юридичними і фізичними особами, або придбання частки діючих підприємств;

– створення підприємств, що повністю належать іноземним інвесторам, філій та інших відокремлених підрозділів іноземних юридичних осіб або придбання у власність діючих підприємств повністю;

– придбання не забороненого законами України нерухомого чи рухомого майна, включаючи будинки, квартири, приміщення, обладнання, транспортні засоби та інші об'єкти власності, шляхом прямого одержання майна та майнових комплексів або у вигляді акцій, облігацій та інших цінних паперів;

– придбання самотійно чи за участю українських юридичних або фізичних осіб прав на користування землею та використання природних ресурсів на території України;

– придбання інших майнових прав;

– господарської (підприємницької) діяльності на основі угод про розподіл продукції;

– в інших формах, які не заборонені законами України, в тому числі без створення юридичної особи на підставі договорів із суб'єктами господарської діяльності України.

Іноземні інвестиції можуть вкладатися в будь-які об'єкти, інвестування в які не заборонено законами України.

3.2. Проблеми іноземного інвестування

При здійсненні іноземних інвестицій слід враховувати їх специфіку, а саме:

- психологічні бар'єри;
- інформаційні проблеми;
- юридичні проблеми;
- додаткові витрати, які містять більші комісійні посередникам на іноземних ринках ,більшу плату керуючим портфелем іноземних інвестицій;
- ризики іноземних інвестицій (політична нестабільність, корупція, недосконале податкове законодавство, погане інформаційне забезпечення, ризики падіння курсів іноземних валют тощо);
- переваги іноземних інвестицій – додаткова доходність та можливий менший ризик.

3.3. Державна політика заохочення іноземних інвестицій

Вирішальна роль у зміні ситуації, що склалася з інвестиційним кліматом України, належить державній політиці щодо іноземних інвестицій. Під ***інвестиційною політикою*** розуміється сукупність державних підходів і рішень, які визначають напрями використання капітальних вкладень у сферах і галузях економіки; мобілізацію засобів підприємств та створення

сприятливого клімату для іноземних інвесторів за допомогою введення податкових та інших пільг; інституціональну визначеність в управлінні процесом залучення, планування та реалізації інвестицій і дебіюрократизацію діяльності відповідних організаційних структур. Особливе значення в цьому аспекті має правове регулювання інвестиційної діяльності, яке, як правило, пропонує законодавство про власність, включаючи положення про іноземні інвестиції; податкове законодавство, в тому числі щодо іноземних інвесторів; законодавство про працю, соціальну захищеність окремих груп населення; антимонопольне законодавство: законодавство про охорону природи в зв'язку з виробничою діяльністю та ін. Уявлення про законодавчу базу України в галузі регулювання іноземних інвестицій дає наступний перелік:

- Закон України «Про режим іноземного інвестування» від 19.03.96 № 93-96 ВР;
- Указ Президента України «Про деякі питання іноземного інвестування» від 07.07.98 № 748/98;
- Закон України «Про угоди про розподіл продукції» від 14.09.99 № 1039-ХІУ.

3.4. Інститути міжнародної інвестиційної діяльності

Основними міжнародними державними організаціями є: **Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР)** – спеціалізоване агентство, створене в 1945 році, що працює у співробітництві з ООН з метою допомоги у фінансуванні повоєнного відновлення господарства та підвищення рівня життя в країнах, що розвиваються, шляхом надання позик урядам чи шляхом гарантій позик, які отримані з інших джерел. Банк надає позики на комерційній основі для спеціалізованих проєктів чи більш загальних цілей соціального розвитку. Засоби для позик мобілізуються на міжнародних грошових ринках. Банк разом із своїми філіями – Міжнародною асоціацією розвитку та Міжнародною фінансовою корпорацією – часто називають

Світовим Банком (World Bank). Ним володіють уряди 151 країни, які також повинні бути членами Міжнародного валютного фонду. Штаб-квартира банку знаходиться у Вашингтоні, відділення – у Парижі і Токіо.

Міжнародна фінансова корпорація (МФК) – філія МБРР, створена у 1956 році з метою надання допомоги приватним проектам. Вона є юридично і фінансово самостійною організацією, але використовує кошти Світового банку для надання приватним інвесторам. Роль МФК значно посилилася у 80-90 роки з розвитком кризи державних заборгованостей та переорієнтації міжнародних фінансових структур на приватнопідприємницький сектор. Штаб-квартира МФК знаходиться у Вашингтоні.

Міжнародний валютний фонд (МВФ) – підрозділ ООН, створений у 1945 році для сприяння валютному співробітництву та розширенню міжнародної торгівлі, стабілізації обмінних курсів валют і допомоги державам, які мали короткострокові проблеми у вирівнюванні своїх платіжних балансів, у підтримці обмінних курсів їх валют. Фонд допомагає своїм членам, виділяючи для них іноземну валюту, яку вони хочуть купити на еквівалентну суму своєї валюти. Країна-член повертає Фонду кошти, викупуваючи свою валюту за валюту, прийнятну для Фонду, звичайно протягом 3 – 5 років.

Фонд фінансується за рахунок членських внесків, розміри яких залежать від оцінки добробуту його членів. Кількість голосів у кожній країні безпосередньо залежить від розміру її внесків. Штаб-квартира знаходиться у Вашингтоні.

Основними завдання МВФ є:

- забезпечення постійного механізму міжурядових консультацій і співробітництва у валютних питаннях;
- стабілізація валютних курсів;
- запобігання конкурентному знеціненню грошової одиниці;

- встановлення між країнами-членами багатосторонньої системи платежів за поточними операціями та усунення валютних обмежень з метою безперешкодного розвитку зовнішньоекономічного обміну;

- надання кредитів для врегулювання дефіцитів платіжних балансів;

- поновлення в деяких випадках міжнародної заборгованості шляхом випуску штучних резервних активів.

Основна особливість МВФ як кредитора – це його можливості впливати на господарську політику національних урядів. У кожному випадку розробляється державна програма фінансово-економічної стабілізації або структурної адаптації. Деякі країни-позичальники мають досить тверді економічні позиції, зрілий науковий потенціал для самостійної розробки власних програм. Після схвалення цих програм МВФ вони одержують потрібні ресурси.

МФВ висуває ряд умов надання позик і кредитів:

- стабілізація економіки;

- зниження бюджетного дефіциту;

- стимулювання інвестиційних процесів;

- зменшення дотацій збитковим підприємствам і галузям;

- заходи щодо нормалізації платіжної дисципліни і виконання зобов'язань перед зовнішніми кредиторами;

- офіційне використання ринкового обміну курсу гривні щодо іноземних валют;

- реалізація програми структурної перебудови та приватизації;

- здійснення митної політики з метою створення сприятливих умов для міжнародної торгівлі;

- скасування обмежень щодо рівня рентабельності для підприємств при переході до оподаткування прибутку.

МВФ використовує декілька **механізмів фінансової допомоги**.

Звичайне кредитування – це програма stand-by та програма розширеного кредитування EFF.

Пільгове кредитування – механізм розширеного фінансування структурної перебудови ESAF та механізм фінансування системних перетворень STF.

Компенсаційне та надзвичайне кредитування – CCFF.

Додаткове резервне кредитування – SRF.

Стенд-бай (stand-by agreement) – угода про резервні кредити між МВФ та країною-членом цієї організації, яка надає додаткові права позики до вже наявних у неї в таких ситуаціях, як тимчасова криза платіжного балансу. Транш (від фр. *franche* – допомагати) – частковий платіж великої грошової суми. У МВФ перші 25 % позики називаються золотим або резервним траншем. Отримання наступних траншів кредиту, як правило, пов'язано з успішним виконанням попередніх.

Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) був створений 25.05.1990р. на основі міжурядових угод щодо сприяння проведення реформ в країнах Центральної Європи в умовах переходу до ринкових відносин (штаб-квартира в Лондоні). ЄБРР є комерційним банком, і тому умови його кредитування відрізняються від умов кредитування МВФ та МБРР.

У своїй діяльності ЄБРР керується наступними **принципами**:

1. Банк не повинен конкурувати з іншими організаціями.
2. Банк спеціалізується на сприянні проведення реформ у країнах з плановою економікою
3. Кошти вкладаються, головним чином, у приватний сектор, причому тільки в певні галузі (об'єкти енергетики, агропромислового комплексу, реконструкція металургійних комбінатів).

До основних *напрямів фінансової підтримки* належать:

- надання прямих кредитів і участь у спільному (з іншими кредиторами) фінансуванні;
- інвестування акціонерного капіталу підприємств приватного і державного сектора;

- гарантоване розміщення цінних паперів, випущених як підприємствами приватного, так і державного сектора;
- забезпечення вказаним підприємствам доступу до внутрішніх і міжнародних ринків капіталу шляхом надання гарантій, фінансових консультацій;
- надання або участь у позиках і здійснення технічного сприяння для реконструкції та розвитку інфраструктури.

Таблиця 3.1

Основні функції та завдання Міжнародного валютного фонду та
Світового банку

Міжнародний валютний фонд	Світовий банк
<ol style="list-style-type: none"> 1. Наглядає за міжнародною монетарною системою 2. Забезпечує стабільність валютних курсів та впорядковує валютні відносини країн-учасниць 3. Допомагає усім своїм членам – як розвиненим країнам, так і країнам, що розвиваються, – подолати тимчасові труднощі з платіжним балансом, надаючи їм коротко- та середньострокові кредити 4. Поповнює валютні резерви своїх членів шляхом розміщення СДР (спеціальних прав запозичення). Досі країнам-членам було надано пропорційно до їх квот 214 млрд. СДР 5. Формує власні фінансові ресурси головним чином за рахунок внесків за квотами країн-учасниць 6. Має у розпорядженні повністю сплачені квоти на загальну суму 145 млрд. СДР (близько 215 млрд. дол. США) 7. Має у своєму штаті 2 300 працівників з 182 країн-членів 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Прагне сприяти економічному розвитку найбідніших країн світу 2. Надає допомогу країнам, що розвиваються, шляхом довгострокового фінансування проектів і програм розвитку 3. Надає найбіднішим країнам, що розвиваються, ВВП на душу населення яких не перевищує 865 дол. США на рік, спеціальну фінансову допомогу через Міжнародну асоціацію розвитку (МАР) 4. Сприяє розвитку приватних підприємств у країнах, що розвиваються, через свою організацію-філію – міжнародну фінансову корпорацію (МФК) 5. Формує основну частину власних фінансових ресурсів, роблячи запозичення на міжнародному ринку облігацій 6. Володіє акціонерним капіталом у розмірі 184 млрд. дол. США, частка внесків країн-учасниць у якому становить близько 10 % 7. Має у своєму штаті 7000 працівників з 180 країн-учасниць

Вимоги ЕБРР до тих, хто прагне отримати кредити:

1. Зацікавлений у кредиті чи представник банку повинні підготувати економічну модель використання і повернення кредиту (бізнес-план).

2. Кредит видається під заставу, що перевищує суму кредиту в 1,5 – 2 рази.
3. Зацікавлена сторона повинна ввійти до проекту з власним капіталом у співвідношенні 70:30.
4. Розмір власних активів підприємства не повинен перевищувати 2,5 млн. дол. США.
5. Мінімальна сума кредиту, яка може виділятися по лінії ЄБРР, складає 50 тис. дол., максимальна – 2,5 млн. дол.

ТЕМА 4. ІННОВАЦІЙНЕ ІНВЕСТИВАННЯ

Питання до теми

- 4.1. Форми та ефективність інноваційного інвестування
- 4.2. Державне регулювання інноваційної діяльності
- 4.3. Перспективи інноваційного інвестування в Україні
- 4.4. Інтелектуальні інвестиції

4.1. Форми та ефективність інноваційного інвестування

Відповідно до Закону України «Про інноваційну діяльність», ***інновації*** - новостворені (застосовані) і (або) вдосконалені конкурентоздатні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і (або) соціальної сфери.

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

Інноваційний проект - комплект документів, що визначає процедуру і комплекс усіх необхідних заходів (у тому числі інвестиційних) щодо створення і реалізації інноваційного продукту і (або) інноваційної продукції.

Інноваційне підприємство (інноваційний центр, технопарк, технополіс, інноваційний бізнес-інкубатор тощо) – підприємство (об'єднання підприємств), що розробляє, виробляє і реалізує інноваційні продукти і (або) продукцію чи послуги, обсяг яких у грошовому вимірі перевищує 70 відсотків його загального обсягу продукції і (або) послуг.

Інноваційна інфраструктура - сукупність підприємств, організацій, установ, їх об'єднань, асоціацій будь-якої форми власності, що надають послуги із забезпечення інноваційної діяльності (фінансові, консалтингові, маркетингові, інформаційно-комунікативні, юридичні, освітні тощо).

Інноваційна діяльність виступає однією з форм інвестування, яке у даному разі здійснюється з метою впровадження досягнень науки і техніки у виробництво та соціальну сферу.

Класифікація інновацій:

1. *За результатами:* наукові; технічні, конструкторські, виробничі, інформаційні.
2. *За темпами впровадження:* стрибкоподібні ,швидкі, зростаючі, уповільнені, затухаючі.
3. *За масштабами:* глобальні, транснаціональні, регіональні, місцеві.
4. *За результативністю:* зростаючі, високі, низькі, стабільні.
5. *За характером ефективності:* фінансові, бюджетні, економічні, соціальні.
6. *За розповсюдженням:* одиничні, дифузійні.
7. *За охопленням очікуваної частини ринку:* локальні, системні, стратегічні.
8. *За глибиною внесених змін:* радикальні (базові), покращуючі, модифіковані.
9. *За місцем у виробничому процесі:* сировинні, технологічні, продуктові.
10. *За метою інвестора:*
 - товарна інновація – введення нового продукту;
 - технологічна інновація – введення нового методу виробництва;

- ринкова інновація – створення нового ринку товарів або послуг;
- маркетингова інновація – освоєння нового джерела постачання сировини або напівфабрикатів;
- управлінська інновація – реорганізація структури управління;
- соціальна інновація – впровадження заходів щодо покращення життя населення;
- екологічна інновація – впровадження заходів щодо охорони навколишнього середовища.

Об'єктами інноваційної діяльності є:

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

Суб'єктами інноваційної діяльності можуть бути фізичні і (або) юридичні особи України, фізичні і (або) юридичні особи іноземних держав, особи без громадянства, об'єднання цих осіб, які провадять в Україні інноваційну діяльність і (або) залучають майнові та інтелектуальні цінності, вкладають власні чи запозичені кошти в реалізацію в Україні інноваційних проектів.

Інноваційна діяльність на підприємстві може здійснюватися у трьох видах:

- 1) впровадження нових виробів і технологій, які не є результатом власних розробок – купівля інноваційного продукту, придбання ліцензій, придбання підприємств-новаторів;

2) виділена участь в інноваційній діяльності – дослідження, що виконуються за замовленням, колективні дослідження, виділення інноваційної діяльності в об'єднаннях;

3) спеціалізована діяльність підприємства як новатора – інноваційна діяльність протягом обмеженого періоду часу (проектний менеджмент), інноваційна діяльність протягом довгого періоду часу (науково-дослідницькі відділи).

4.2. Державне регулювання інноваційної діяльності

Державне регулювання інноваційної діяльності здійснюється шляхом:

- визначення і підтримки пріоритетних напрямів інноваційної діяльності;
- формування і реалізації державних, галузевих, регіональних і місцевих інноваційних програм;
- створення нормативно-правової бази та економічних механізмів для підтримки і стимулювання інноваційної діяльності;
- захисту прав та інтересів суб'єктів інноваційної діяльності;
- фінансової підтримки виконання інноваційних проектів;
- стимулювання комерційних банків та інших фінансово-кредитних установ, що кредитують виконання інноваційних проектів;
- встановлення пільгового оподаткування суб'єктів інноваційної діяльності;
- підтримки функціонування і розвитку сучасної інноваційної інфраструктури.

Державний контроль у сфері інноваційної діяльності здійснюється для забезпечення дотримання всіма її суб'єктами вимог законодавства щодо інноваційної діяльності. Державний контроль у сфері інноваційної діяльності здійснюється:

а) центральним органом виконавчої влади, що реалізує єдину державну податкову політику;

б) Верховною Радою Автономної Республіки Крим, органами місцевого самоврядування у межах їх повноважень;

в) центральним органом виконавчої влади, що реалізує єдину державну податкову політику.

Інноваційним визнається *проект*, яким передбачаються розробка, виробництво і реалізація інноваційного продукту і (або) інноваційної продукції. Державна підтримка реалізації інноваційного проекту надається за умови його державної реєстрації.

Інноваційний продукт є результатом виконання інноваційного проекту і науково-дослідною і (або) дослідно-конструкторською розробкою нової технології (в тому числі - інформаційної) чи продукції з виготовленням експериментального зразка чи дослідної партії і відповідає таким вимогам:

а) він є реалізацією (впровадженням) об'єкта інтелектуальної власності (винаходу, корисної моделі, промислового зразка, топографії інтегральної мікросхеми, селекційного досягнення тощо), на які виробник продукту має державні охоронні документи (патенти, свідоцтва) чи одержані від власників цих об'єктів інтелектуальної власності ліцензії, або реалізацією (впровадженням) відкриттів;

б) розробка продукту підвищує вітчизняний науково-технічний і технологічний рівень;

в) в Україні цей продукт вироблено (буде вироблено) вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншим аналогічним продуктом, представленим на ринку, він є конкурентоздатним і має суттєво вищі техніко-економічні показники.

Інноваційною може бути визнана *продукція*, яка відповідає таким вимогам:

а) вона є результатом виконання інноваційного проекту;

б) така продукція виробляється (буде вироблена) в Україні вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншою аналогічною продукцією,

представленою на ринку, є конкурентоздатною і має суттєво вищі техніко-економічні показники.

Інноваційним підприємством визнається підприємство (об'єднання підприємств) будь-якої форми власності, якщо більше ніж 70 відсотків обсягу його продукції (у грошовому вимірі) за звітний податковий період є інноваційні продукти і (або) інноваційна продукція.

Суб'єктам інноваційної діяльності для виконання ними інноваційних проектів може бути надана **фінансова підтримка** шляхом:

- а) повного безвідсоткового кредитування;
- б) часткового (до 50 %) безвідсоткового кредитування;
- в) повної чи часткової компенсації;
- г) надання державних гарантій комерційним банкам, що здійснюють кредитування пріоритетних інноваційних проектів;
- д) майнового страхування реалізації інноваційних проектів у страховиків відповідно до Закону України "Про страхування".

Джерелами фінансової підтримки інноваційної діяльності є:

- а) кошти Державного бюджету України;
- б) кошти місцевих бюджетів і кошти бюджету АР Крим;
- в) власні кошти спеціалізованих державних і комунальних інноваційних фінансово-кредитних установ;
- г) власні чи запозичені кошти суб'єктів інноваційної діяльності;
- д) кошти (інвестиції) будь-яких фізичних і юридичних осіб;
- е) інші джерела, не заборонені законодавством України.

Роль держави у сфері підтримки інновацій, як правило, зводиться до виконання таких функцій:

- 1) сприяння розвитку науки та її практичного застосування;
- 2) підготовка наукових та інженерних кадрів;
- 3) здійснення різного роду програм, спрямованих на підвищення активності інноваційного бізнесу, в межах єдиної державної програми;
- 4) державні замовлення;

- 5) стимулювання зростання ефективності;
- 6) посередництво у справі ефективної взаємодії академічної та прикладної науки.

Форми впливу держави в інноваційній сфері поділяються на прямі та непрямі:

- *Прямі методи* державного регулювання інноваційної діяльності здійснюються в адміністративній та цільовій формах;

- *Непрямі методи* націлені на стимулювання інноваційних програм і створення сприятливих умов для новаторської діяльності. До них належать:

- 1) лібералізація податкової та амортизаційної політики (так, у США податкові та амортизаційні пільги покривають до 20 % загальних витрат на НДДКР);

- 2) створення соціальної інфраструктури, що включає формування єдиної інформаційної системи країни.

Основні етапи розвитку інноваційної діяльності:

- розробка комплексного соціально-економічного та науково-технічного прогнозу розвитку країни на довгострокову перспективу;
- довготермінове прогнозування;
- формування переліку стратегічних напрямів і державних програм;
- створення системи органів регулювання інноваційної діяльності;
- формування мережі наукових закладів;
- створення ефективного механізму концентрації науково-технічних ресурсів на пріоритетних напрямках і масштабне фінансування інноваційних проектів.

Державні комплексні науково-технічні програми та міжгалузеві інноваційні проекти фінансуються за рахунок бюджету держави, а галузеві інноваційні програми — за рахунок коштів підприємств та організацій.

4.4. Інтелектуальні інвестиції

Інтелектуальна власність може бути розподілена на кілька **видів**:

- 1) *виключна* власність — запатентована чи захищена авторським правом;
- 2) *інформаційна* власність — у вигляді надбаних знань, ідей, досвіду, навичок, кваліфікації. Вона не має правового захисту та реалізується у вигляді інформаційних послуг на контрактній основі через вивчення, освіти чи публікацію;
- 3) *ліцензійна* власність — у вигляді придбаних інвестором прав власності чи користування, які фіксуються ліцензіями.

Об'єкти інтелектуальних інвестицій класифікуються за *видами інтелектуальної власності*. В першу чергу це винахід, корисна модель, промисловий зразок, знак для товарів та послуг.

Винахід (корисна модель) — це результат творчої діяльності людини в будь-якій галузі технології. Право власності на винахід засвідчується патентом терміном дії 20 років, корисна модель патентується на 5 років з можливим подовженням терміну ще на 3 роки.

Промисловий зразок — це результат творчої діяльності людини у сфері художнього конструювання. Таким результатом може бути форма, малюнок, ін. Патенти на промислові зразки видають терміном на 10 років з можливим подовженням терміну ще до 5 років.

Знак для товарів і послуг — це позначення, за яким товари та послуги одних виробників відрізняються від товарів та послуг інших. Право власності на знаки засвідчується свідоцтвом на термін 10 років з можливим наступним періодичним подовженням щоразу на 10 років.

В Україні об'єкти інтелектуальної власності реєструються у Державному комітеті України з питань інтелектуальної власності (Держпатент України).

Об'єктами інтелектуальної власності можуть бути також *наукові теорії, математичні методи, плани, правила, програми для обчислювальної техніки, художні твори* тощо.

Вкладення в інтелектуальну власність можуть носити назви ***інтелектуальних інвестицій***.

Інтелектуальні інвестиції здійснюються у вигляді:

- 1) *придбання виключних прав користування;*
- 2) *придбання інформаційних послуг;*
- 3) *придбання науково-технічної продукції;*
- 4) *вкладень у людський капітал.*

Фінансування інтелектуальних інвестицій може здійснюватися за рахунок трьох джерел: бюджетних асигнувань і коштів державних підприємств; приватно-підприємницького капіталу; спонсорських коштів, субсидій окремих фірм чи приватних осіб.

ТЕМА 5. ХАРАКТЕРИСТИКА І ВИДИ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Питання до теми

- 5.1. Класифікація реальних інвестицій
- 5.2. Інвестиції в основний капітал
- 5.3. Інвестиції в оборотний капітал

5.1. Класифікація реальних інвестицій

Економічні ресурси, які направляються на збільшення реального капіталу суспільства (розширення або модернізацію виробничого процесу) називаються реальними інвестиціями. ***Реальні інвестиції*** – це вкладання коштів в реальний (основний та оборотний) капітал, спрямоване на приріст виробничих фондів та матеріально-технічних запасів. Значну частину реальних інвестицій становлять ***капітальні інвестиції*** – інвестиції, що спрямовуються у будівництво, виготовлення, реконструкцію, модернізацію,

придбання, створення необоротних активів (у т.ч. необоротні матеріальні активи, призначені для заміни діючих, і устаткування для здійснення монтажу), а також авансові платежі для фінансування капітального будівництва, відповідно до Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». Структура капітальних інвестицій:

1. Інвестиції в основний капітал (капітальні вкладення):

- капітальне будівництво, у т.ч. витрати на здійснення будівельних та монтажних робіт;
- придбання машин та обладнання (без здійснення будівництва);
- здійснення робіт з монтажу обладнання;
- інші необоротні матеріальні активи, у т.ч. на придбання земельних ділянок.

2. Витрати ,пов'язані з поліпшенням об'єкта (капітальний ремонт):

- будівель і споруд;
- обладнання.

3. Інвестиції в нематеріальні активи:

- витрати на придбання (створення) засобів програмного забезпечення;
- витрати, пов'язані з придбанням інших нематеріальних активів.

4. Витрати на формування основного стада.

5. Капітальні інвестиції на придбання будівель, споруд, їх окремих частин (у т.ч. квартир) та об'єктів незавершеного будівництва.

Капітальні вкладення поділяються на:

- державні капітальні вкладення;
- недержавні капітальні вкладення, що формуються за рахунок:
 - а) власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійного лиха, грошові нагромадження та заощадження громадян, юридичних осіб тощо);
 - б) позичкових фінансових коштів інвестора;
 - в) залучених фінансових коштів інвестора (кошти, одержані від продажу акцій, облігацій, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);

г) безоплатних та благодійних внесків, пожертвувань організацій, підприємств і громадян;

д) коштів іноземних інвесторів:

- капітальні трансфери – інвестування капітальних вкладень шляхом переведення іноземної валюти в Україну та передавання права володіння іноземними цінними паперами;

- змішані капітальні вкладення – інвестиції, спрямовані на створення і відновлення основних фондів, у загальному обсязі яких є частка державних коштів.

Об'єктами сукупних реальних інвестицій є:

- об'єкти виробничого призначення;
- об'єкти невиробничого призначення;
- будови;
- черги будівництва;
- пускові комплекси;
- об'єкти будівництва;
- нове будівництво;
- розширення діючих підприємств;
- реконструкція діючих підприємств;
- технічне переозброєння діючих підприємств.

Процес інвестування в реальному виробництві є ланцюжком метаморфоз:

***цінності (інвестиційні ресурси) – вкладення (інвестиційні витрати) –
–одержання доходу (ефекту) внаслідок інвестування.***

5.2. Інвестиції в основний капітал

Основний капітал за видами основних фондів підрозділяється на будівлю і споруди, машини, обладнання, транспортні засоби та інвентар та

інші. Відповідно до такої класифікації розрізняють і види інвестицій в основний капітал.

Інвестиції в будівлі і споруди являють собою витрати на будівництво цих об'єктів. Витрати складаються не тільки з виплат за виконання будівельних робіт, вони включають в себе також інші капітальні витрати, наприклад, витрати при введенні об'єкта в експлуатацію, тобто на організацію комунікації всередині об'єкта, та інші.

Інвестиціями у житлові приміщення є витрати на будівництво будинків для постійного проживання людей. Такі будівлі входять до житлового фонду. До них відносяться не тільки квартири, а також різні споруди для дітей, будинку для престарілих, пансіонати, гуртожитки та інше. Також інвестування може проводитися і в ті житлові приміщення, які не входять до житлового фонду.

Інвестиційні вкладення в машини, обладнання та інструмент, транспортні засоби - витрати з придбання вищеперелічених об'єктів, їх монтаж і установку, введення в експлуатацію, перевірку надійності роботи.

Крім цього, до інвестицій в основний капітал належать грошові кошти, вкладені безпосередньо в саме виробництво. Крім того, інвестиції в основний капітал можна класифікувати по їх спрямованості. Розрізняють інвестиції, вкладені в нове будівництво, і інвестиції, спрямовані на організацію реконструкції та модернізації існуючих об'єктів. Ще однією ознакою, за яким можна класифікувати інвестиції в основний капітал, є їх джерела фінансування. Так у ролі джерел можуть виступати власні або залучені кошти. Інвестиції в основний капітал відображаються у першому розділі активу балансу.

5.3. Інвестиції в оборотний капітал

Оборотні активи – грошові кошти та їх еквіваленти, не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання

впродовж операційного циклу чи впродовж дванадцяти місяців з дати балансу. До них належать:

- фонди обертання – це вартість готової продукції, кошти, пов’язані з її переміщенням до моменту повної реалізації, кошти в розрахунках з замовниками, кошти в касі;

- оборотні фонди – сировина, конструкції, деталі, виробничі запаси, паливо, МШП, незавершені будівельно-монтажні роботи, витрати майбутніх періодів тощо.

Оборотні актив підприємства відображаються у другому та третьому розділах активу балансу.

ТЕМА 6. ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПРОЕКТУВАННЯ

Питання до теми:

- 6.1. Поняття інвестиційного проекту. Життєвий цикл проекту
- 6.2. Управління інвестиційними проектами
- 6.3. Стадії проектування, кошторисна вартість проекту
- 6.4. Бізнес-план інвестиційного проекту

6.1. Поняття інвестиційного проекту. Життєвий цикл проекту

Інвестиційний проект - це сукупність цілеспрямованих організаційно-правових, управлінських, аналітичних, фінансових та інженерно-технічних заходів, які здійснюються суб'єктами інвестиційної діяльності та оформлені у вигляді планово-розрахункових документів, необхідних та достатніх для обґрунтування, організації та управління роботами з реалізації проекту. Розробленню інвестиційного проекту може передувати розроблення проектної (інвестиційної) пропозиції.

Проектна (інвестиційна) пропозиція - це результат техніко-економічного дослідження інвестиційних можливостей, на підставі яких приймається рішення про реалізацію інвестиційного проекту,

оформлений у вигляді пропозиції щодо ініціювання інвестиційного проекту. Розроблення проектної (інвестиційної) пропозиції є одним з етапів розроблення інвестиційного проекту.

Поняття «**інвестиційний проект**» має два значення:

1) Діяльність, яка передбачає здійснення комплексу заходів для досягнення визначеної мети.

2) Система організаційно-правових та розрахунково-фінансових документів, що необхідні для здійснення визначених заходів, які містять їх опис.

Проекти прийнято поділяти на тактичні та стратегічні.

Типовими у світовій практиці прийнято вважати наступні види проектів:

- 1) заміна застарілого обладнання;
- 2) заміна обладнання з метою зниження виробничих витрат;
- 3) збільшення випуску продукції та розширення ринку послуг;
- 4) розширення підприємства з метою випуску нових продуктів;
- 5) проекти, що мають екологічну спрямованість.

Класифікація інвестиційних проектів:

1. *За обсягами інвестицій:* великі, середні, дрібні.
2. *За напрямками інвестування:* промислові (реальні), фінансові, інноваційні (венчурні), галузеві, регіональні, національні, міжнародні.
3. *За типом доходів:* дохід від скорочення витрат, дохід від розширення, дохід від нових ринків збуту, дохід від нових сфер бізнесу, дохід від зниження ризику виробництва та збуту, соціальний ефект.
4. *За типом відношень:* незалежність, альтернативність, компліментарність, заміщення.
5. *За типом грошового потоку:* ординарний, неординарний.
6. *За рівнем ризику:* поза ризикові, з мінімальним ризиком, з середнім ризиком, високо ризиковані.
7. *За формою власності:* державні, індивідуальні, колективні, спільні.

Грошовий потік за проектом називається *ординарним*, якщо він складається з інвестицій, здійснених одночасно або протягом декількох послідовних базових періодів, та подальших притоків грошових коштів. Якщо притоки грошових коштів чергуються у будь-якій послідовності з їх відтоками, то потік називають *неординарним*.

Якщо прийняття нового проекту сприяє росту доходів по одному або декільком іншим проектам, то такі проекти пов'язані між собою відношенням *компліментарності*.

Дуже важливим при оцінці інвестиційного проекту є таке поняття як життєвий цикл. *Життєвий цикл інвестиційного проекту* – це цикл його реалізації з моменту зародження ідеї до моменту ліквідації проекту. Він відображає розвиток проекту, роботи, які проводяться на різних стадіях його підготовки, реалізації та експлуатації. Для зручності керування він розбивається на різні складові, іменовані етапами або фазами, що, в свою чергу, підрозділяються на підетапи, а вони – на елементарні роботи.

Програмою промислового розвитку ООН (UNIDO) запропоновано бачення проекту як циклу, що складається з трьох окремих фаз – передінвестиційної, інвестиційної та експлуатаційної.

Універсальним підходом до визначення робіт, які відносяться до різних фаз і стадій циклу проекту, є підхід Всесвітнього банку. Це ідентифікація, розробка, експертиза, переговори, реалізація та завершальна оцінка. Ці стадії об'єднані в дві фази:

- фаза проектування – перші три стадії;
- фаза впровадження – останні три стадії.

6.2. Управління інвестиційними проектами

Управління проектами – це мистецтво керівництва та координації людських, матеріальних та фінансових ресурсів протягом всього життєвого циклу проекту шляхом застосування системи сучасних методів та техніки

управління для досягнення певних результатів щодо складу та обсягу робіт, вартості та якості з метою задоволення потреб та вимог усіх його учасників.

Завдання управління проектами:

- визначення основної мети проекту та її обґрунтування;
- структуризація та ранжування цілей проекту;
- визначення необхідних обсягів та джерел фінансування;
- дослідження та врахування всіх ризиків щодо проекту;
- підбір учасників (виконавців) проекту, зокрема, через тендери та конкурси;
- підготовка та укладання контрактів;
- визначення термінів виконання проекту, складання графіку його реалізації;
- визначення потреби у ресурсах (трудових, матеріальних, фінансових);
- складання кошторису проекту та бюджетування;
- забезпечення контролю та моніторингу проекту.

Успіх реалізації інвестиційного проекту визначається ***організаційною структурою управління***, яка має виробити комплекс взаємодій, спрямованих на своєчасне та якісне виконання усіх робіт, що передбачає проект.

Адміністратор проекту – спеціаліст, що відповідає за офіційне діловодство щодо проекту, вносить до протоколів зміни, пропозиції та інші питання, у т.ч. претензійні, пов'язані з контрактними обов'язками. Часто адміністратор проекту відповідає за ведення архіву інформації.

У великих проектах можуть бути також:

- контролер проекту;
- керівник служб підтримки.

Організація управління проектами має такі цілі:

1. Забезпечення взаємодії учасників проекту, для чого необхідно:

- організувати взаємодію між менеджером проекту та функціональним керівництвом;

- встановити правила формальної взаємодії між учасниками проекту.

2. Розподіл функцій та відповідальності виконавців:

- внутрішніх та зовнішніх користувачів результатів проекту;

- внутрішніх та зовнішніх постачальників ресурсів;

- внутрішніх функціональних відділів, наприклад, бухгалтерія і т.д.

3. Визначення відповідальності за прийняття рішень за проектом –

відповідальність за прийняті рішення має, за можливості, покладатися на потенційних користувачів результатів проекту.

4. Забезпечення раціонального розподілу інформації за проектом – зайві обсяги інформації ведуть до зниження якості її використання учасниками проекту.

5. Забезпечення гнучкості використання ресурсів, дотримуючись наступних принципів:

- залучення найбільш кваліфікованих для певного виду робіт спеціалістів;

- обмеження кола виконавців та періоду їх функціонування у команді проекту тільки виробничою необхідністю;

- забезпечення спеціалістів чітким описом завдання відповідно до їх кваліфікації.

В організаційній структурі проекту можуть бути виділені три основних рівня:

- організація на концептуальному рівні (1), на якому визначаються основні принципи взаємодії та роз'яснюється міра участі різних учасників проекту, визначаються взаємовідносини на рівні компаній, відділ та керівного апарату;

- організація на стратегічному рівні (2) – цей рівень передбачає відповідальність за досягнення стрижневих моментів. Організаційними елементами тут можуть бути компанії, відділи, ключові менеджери;

- організація виконання робіт (3) – на цьому рівні визначається відповідальність за виконання окремих видів робіт, призначаються їх виконавці.

Три схеми управління проектом:

«Основна» схема. Керівник (менеджер) проекту – представник (агент) замовника, фінансової відповідальності за рішення, що приймаються, не несе. В цьому випадку менеджер проекту відповідає лише за координацію робіт щодо розробки та реалізації проекту, а у контрактних відносинах з іншими учасниками проекту він не перебуває. Переваги – об'єктивність менеджера, а недоліки – ризик за долю проекту лежить цілком на замовникові.

Схема «розширеного управління». Керівник (менеджер) проекту бере відповідальність за проект в межах фіксованої (кошторисної) ціни. Він забезпечує управління та координацію робіт по проекту за угодами між ним і учасниками проекту в межах фіксованої ціни. Ним може бути підрядна або консалтингова фірма (іноді інжинірингова). Консалтингова фірма керує проектом, координує поставки та роботи з інжинірингу. Ризик несе підрядник.

Схема «під ключ». Керівник (менеджер) проекту – проектно-будівельна фірма, з якою замовник заключає контракт усіх робіт «під ключ» за обумовленою вартістю проекту.

Два підходи до формування робочих груп:

I – замовник та підрядник формують свої групи на чолі з керівниками проекту призначеним сторонами. Ці керівники середньої ланки підпорядковуються генеральному підряднику. Залежно від організаційної форми реалізації проекту, керівник з боку замовника або підрядника може стати керівником всього проекту. Керівники проекту через апарат своїх співробітників координують діяльність всіх учасників проекту.

II – створення єдиної робочої групи на чолі з керівником проекту, у групу входять уповноважені представники усіх учасників проекту.

Чотири підходи до організації проекту:

Лінійна структура передбачає прямий вплив на виконавців з боку лінійного керівника, який зосереджує в одних руках усі функції керівництва. Розподіл посадових обов'язків здійснюється таким чином, щоб кожен виконавець (або окремий підрозділ) був максимально спрямованим на виконання виробничих завдань організації. усі розпорядження у рамках повноважень – прямі (лінійні) – йдуть від верхньої ланки управління до нижчої. Перевага – чітко регламентована система, недолік – великий обсяг інформації, що передається від одного рівня до другого, а також високі кваліфікаційні вимоги до спеціалістів у поєднанні з обмеженням ініціативи робітників нижніх рівнів, що призводить до зниження ефективності управління.

Функціональна структура управління базується на диференціації управлінської праці за окремими функціями, кожна з яких виконується одним спеціалістом, групою або відділом. Керівники функціональних підрозділів спеціалізуються у певних сферах діяльності, відповідаючи за окремі ділянки робіт, що входять до їх компетенції.

Програмно-цільова структура базується на комплексному управлінні всією системою робіт, у т.ч. на техніко-економічному обґрунтуванні проекту, формуванні проектно-кошторисної документації, будівництві, монтажі технологічного обладнання, випуску продукції. Основа – спеціальний орган управління, до завдань якого входить координація діяльності усіх функціональних підрозділів; різновиди – проектна, матрична та деякі інші структури.

Структура проектного управління формується під конкретні завдання великих будов та проектів як тимчасова, для реалізації яких необхідно залучати кваліфікованих спеціалістів. Після завершення роботи на об'єктах члени тимчасових груп повертаються у свої спеціалізовані підрозділи.

Матрична структура формується на базі подвійного підпорядкування спеціалістів функціональних служб. Спеціалісти працюють на основному

місці у функціональному підрозділі, підпорядковуючись начальству, але беруть участь у виконанні конкретних завдань для реалізації інвестиційного проекту разом з іншими учасниками. Таким чином, створюється матриця взаємодії. Різновиди матричної структури:

- слабка матриця;
- збалансована матриця;
- жорстка матриця.

6.3. Стадії проектування, кошторисна вартість проекту

Інвестиційне проектування – це розробка комплексу технічної документації, яка містить техніко-економічне обґрунтування (креслення, пояснювальні записки, бізнес-план та інші необхідні документи) проектів. Процес проектування розподіляється на етапи:

- 1) передпроектні роботи;
- 2) вишукування, пов'язані з перед плановими роботами, вибором та відведенням території під будівництво;
- 3) проектування об'єктів.

Керуючись вимогами та параметрами завдання на проектування проектна фірма проводить економічні та інженерні дослідження.

Економічні дослідження провадяться з метою перевірки обґрунтованості будівництва: забезпеченість ресурсами, транспортом, можливості виробничої кооперації, залучення місцевих трудових ресурсів для будівництва та експлуатації, використання місцевої виробничої бази та будівельних матеріалів.

Інженерні дослідження здійснюються для перевірки обґрунтованості вибору майданчика для будівництва. Здійснюються топографічні, геологічні, метеорологічні дослідження.

Після проведення економічних та інженерних досліджень, вибору та затвердження будівельного майданчика ген проектувальник починає розробку проекту.

Основні складові проектної документації:

- ескізний проект;
- техніко-економічне проектування проекту (ТЕО) або техніко-економічний розрахунок (ТЕР);
- проект (П);
- робочий проект (РП);
- робоча документація (РД).

Ескізний проект (ЕП) містить принципові рішення містобудівних, архітектурних, художніх, функціональних, екологічних вимог, підтверджує принципову можливість створення об'єкту, визначає його вартість.

Техніко-економічне обґрунтування інвестицій (ТЕО інвестицій) обґрунтовує необхідність і доцільність будівництва і реконструкції промислових об'єктів, їх технічну здійсненність та ефективність інвестицій.

Проект (П) на будівництво об'єкту цивільного призначення розробляється на підставі вихідних даних та завдання на проектування, погодженого ескізного проекту (за його наявності).

Робочий проект (РП) є суміщеною стадією проектування, призначений до погодження, затвердження проектної документації, а також для будівництва об'єкту.

До складу робочої документації (РД) для будівництва повинні входити:

- робочі креслення, які розробляються згідно з вимогами державних стандартів;
- паспорт оздоблювальних робіт;
- кошторисна документація;
- відомість обсягів будівельних та монтажних робіт;
- збірники специфікацій обладнання, виробів і матеріалів за ДСТУ Б А.2.4-10-95 (ГОСТ 21.110-95);

- опитувальні листи та габаритні креслення на відповідні види обладнання та виробів;

- вихідні вимоги на розроблення конструкторської документації на обладнання індивідуального виготовлення (включаючи нетипове та нестандартизоване обладнання), по якому вихідні вимоги в проекті не розроблялися.

Після затвердження проекту (ескізного проекту, ТЕО інвестицій) за рішенням замовника робочі креслення можуть розроблятися підрядником, або іншим проектувальником (за наявності ліцензії) із залученням авторів, або при їх письмовій згоді на виконання робочих креслень іншими виконавцями з дотриманням авторських рішень затвердженого проекту та додержанням авторських прав.

Розроблена проектна документація підлягає **погодженню**.

Вартість проектних, вишукувальних робіт і послуг визначається згідно з порядком визначення вартості проектно-вишукувальних робіт. Порядок встановлює правила визначення вартості проектно-вишукувальних робіт для нового будівництва, реконструкції і технічного переоснащення підприємств, будинків і споруд усіх галузей народного господарства України.

Система ціноутворення в будівництві містить кошторисні нормативи, правила визначення вартості будівництва і складання інвесторської кошторисної документації.

Кошторисні нормативи це узагальнена назва комплексу кошторисних норм, що об'єднуються в окремі збірники. Разом з правилами та положеннями, що містять необхідні вимоги, вони необхідні для визначення вартості будівництва.

Вартість проектно-вишукувальних робіт за кошторисом визначається як сума прямих витрат (витрати на оплату праці, відрахування на соціальні заходи, матеріальні витрати, спецпридбання для виконання проектно-вишукувальних робіт, витрати на відрядження, витрати на роботи, які

виконують сторонні підприємства, установи і організації, інші прямі витрати), загальновиробничих та адміністративних витрат згідно з Методичними рекомендаціями про формування собівартості проектних робіт з урахуванням вимог положень (стандартів) бухгалтерського обліку, затвердженими наказом Держбуду від 29.03.2002 N 64. В кошторисній вартості проектно-вишукувальних робіт враховуються також кошторисний прибуток та податки, збори, обов'язкові платежі у відповідності з чинними нормативними та законодавчими документами.

Загалом вартість будівництва визначається:

- на стадії проектування – кошторисна вартість будівництва в складі інвесторської кошторисної документації;
- на стадії визначення виконавця робіт (проведення тендера) – ціна тендерної пропозиції претендента (договірна ціна);
- на стадії проведення взаєморозрахунків – уточнюються окремі вартісні показники, визначені на попередніх стадіях, залежно від виду договірної ціни в порядку, обумовленому в контракті.

Договірні ціни можуть встановлювались твердими, динамічними та періодичними.

Здійснення капітальних інвестицій може відбуватись за допомогою господарського, підрядного або змішаного способів.

Система контролю за інвестиційним проектом має містити:

- зміст інформації, що аналізується;
- структуру звітів та відповідальність за збір даних;
- аналіз інформації та прийняття рішень.

Принципи побудови ефективної системи контролю:

- наявність чітких планів;
- наявність реальної системи звітності;
- наявність ефективної системи аналізу фактичних показників та тенденцій;
- наявність ефективної системи реагування.

Механізм проведення постійного нагляду та контролю за процесом освоєння інвестицій називають *моніторингом інвестиційних проектів*.

Методи оцінки виконання календарного плану:

- метод простого контролю – дозволяє відстежувати тільки моменти завершення робіт (0 – 100%);
- метод детального контролю – передбачає оцінку проміжних стадій виконання завдання.

Види моніторингу:

- загальний моніторинг проекту;
- технічний моніторинг;
- фінансовий моніторинг;
- маркетинговий моніторинг.

6.4. Бізнес-план інвестиційного проекту

Бізнес-план – це документ, який містить маркетингову, технічну та фінансову інформацію, що обґрунтовує доцільність інвестування у новий проект або розширення уже існуючого бізнесу.

Розроблення бізнес-плану здійснюється в декілька етапів:

- підготовчий;
- розроблення бізнес-плану;
- реалізація бізнес-плану.

Головним елементом на ***підготовчому етапі*** є формування перспективної бізнес-ідеї, яка являє собою ідею виробництва нової продукції, товару, роботи, послуги, впровадження нового технічного, організаційного або економічного рішення тощо.

На ***етапі розроблення бізнес-плану*** визначаються та виконуються завдання, серед яких основними є:

- формування потрібних для реалізації інвестиційного проекту практичних завдань, їх логічної послідовності та графіка виконання;

- визначення необхідних ресурсів для виконання кожного завдання;
- розроблення кошторису реалізації і потоків ресурсів, що забезпечують фінансування протягом усього часу реалізації інвестиційного проекту;
- здійснення практичних завдань, контроль показників його реалізації та корегування в разі необхідності завдань і розрахунків, зроблених під час розроблення бізнес-плану.

Виходячи із стандартів United Nations Industrial Development Organization (UNIDO), бізнес-план має складатися із таких **розділів**:

1. Титульний аркуш.
2. Меморандум про конфіденційність.
3. Резюме.
4. Опис суб'єкта господарювання та сфера його діяльності.
5. Загальна інформація про інвестиційний проект, у тому числі відповідність завданням і пріоритетам, визначеним Програмою діяльності Кабінету Міністрів України.
6. Опис продукції суб'єкта господарювання, у тому числі для реалізації інвестиційного проекту.
7. Маркетинг і збут продукції, у тому числі для реалізації інвестиційного проекту.
8. Виробничий план, у тому числі для реалізації інвестиційного проекту.
9. Організаційний план, у т.ч. для реалізації інвестиційного проекту.
10. Фінансовий план, у тому числі для реалізації інвестиційного проекту.
11. Оцінка ефективності реалізації інвестиційного проекту.

Основні показники платоспроможності і ліквідності, прогнозовані показники ефективності інвестиційного проекту розраховується таким чином:

- соціальні наслідки реалізації інвестиційного проекту (відсутність заборгованості із заробітної плати, кількість збережених (утворених) робочих місць, рівень заробітної плати (не нижче, ніж по регіону та галузі),

поліпшення (створення) інфраструктури), збільшення обсягів реалізації продукції, упровадження інновацій тощо;

– бюджетну ефективність.

Основним показником оцінки ефективності інвестиційних проектів, які передбачають державну або регіональну фінансову підтримку, є бюджетний ефект (B_t). Для року t здійснення інвестиційного проекту він визначається як перевищення доходів відповідного бюджету (D_t) над витратами (V_t) внаслідок реалізації інвестиційного проекту:

$$B_t = D_t - V_t$$

Показники бюджетної ефективності розраховуються на підставі визначення потоку бюджетних коштів.

12. Ризики.

13. Додатки.

ТЕМА 7. ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙ

Питання до теми:

7.1. Види оцінки інвестицій

7.2. Фінансово-математичні основи інвестиційного проектування

7.3. Статичні методи оцінки інвестицій

7.4. Динамічні методи оцінки ефективності інвестицій

7.1. Види оцінки інвестицій

Ефективність – категорія, що відображає відповідність проекту цілям та інтересам його учасників. Під **економічним ефектом** розуміють різницю між результатами і величиною витрат, що забезпечили цей результат. Економічний ефект – це прибуток, а витрати – інвестиції, які забезпечили отримання прибутку. Відношення прибутку (ефекту) до загальної суми витрат показує рентабельність інвестицій, тобто їх ефективність.

Виділяють наступні види ефективності інвестиційного:

1) ефективність проекту в цілому – оцінюється з метою визначення потенційної привабливості проекту для можливих учасників та пошуку джерел фінансування. Вона включає в себе:

- суспільна (соціально-економічна) ефективність проекту;
- комерційна ефективність проекту.

2) ефективність участі в проекті – з метою перевірки здійснення проекту та зацікавленості в ньому всіх його учасників. Вона включає в себе:

- ефективність участі підприємств в проекті;
- ефективність інвестування в акції підприємства;
- ефективність участі в проекті структур більш високого рівня по відношенню до підприємств-учасників інвестиційних проектів.

Метою визначення ефективності інвестицій є вибір та економічне обґрунтування найбільш ефективного проекту.

Ефективність визначається на базі якісної та кількісної оцінки інвестиційного проекту. Задачами якісної оцінки інвестицій можуть бути наступні:

- оцінити наскільки проект відповідає соціальним вимогам до нього;
- відповідність діючому законодавству і др.

Кількісна оцінка полягає в розрахунку показників ефективності, (статичних та динамічних).

Склад кількісно невивірених факторів наведений на рис. 7.1. Розрахунок економічної ефективності інвестицій виконує такі функції:

- визначення можливих додаткових доходів інвесторів;
- визначення переваги окремих інвестицій;
- вибір між альтернативними інвестиціями, які є взаємовиключними;
- визначення порядку конкуруючих інвестицій (для включення до інвестиційного бюджету) та фіксація інвестиційних програм;
- визначення економічно доцільного строку використання нового обладнання, технології та часу заміни обладнання, що вже використовується;
- визначення меж впливу невизначеності.

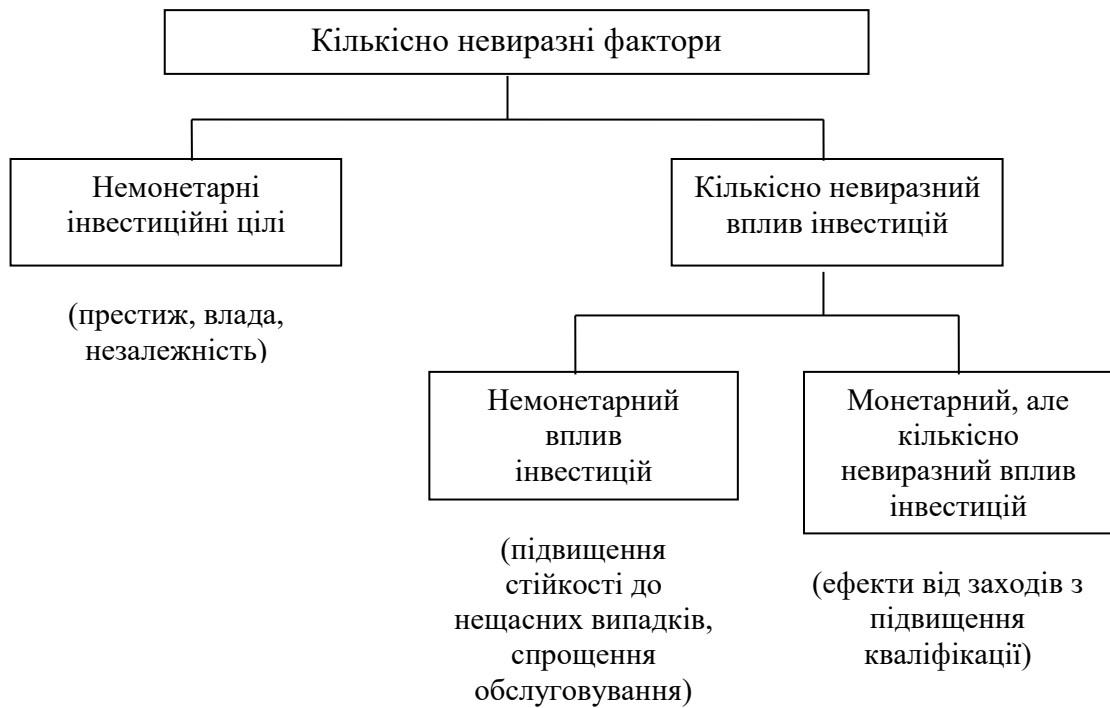


Рис. 7.1. Види кількісно невиразних факторів

7.2. Фінансово-математичні основи інвестиційного проектування

Гроші втрачають свою вартість під впливом наступних **факторів**:

- інфляція;
- ризик;
- схильність до ліквідності.

Майбутня вартість грошей – це та сума, в яку повинні перетворитись через визначений час вкладені сьогодні під процент гроші. Розрахунок майбутньої вартості грошей пов'язаний із процесом нарощування (компаундування) початкової суми.

Нарощування – це збільшення початкової суми грошей шляхом приєднання до неї суми процентних платежів.

Для розрахунку майбутньої вартості грошей використовується формула складних процентів:

$$FV = P(1+r)^n, \quad (7.1)$$

де FV (Future value) – майбутня вартість грошей;

P (present value) – початкова вкладена сума;

r – ставка відсотків або ставка дохідності;

n – кількість періодів, за якими нараховуються проценти;

$(1+r)^n$ – множник нарощування (компаундування).

Складний процент – це сума доходу, яку отримає інвестор у результаті інвестування певної суми грошей за умов, що простий процент не сплачується наприкінці кожного періоду, а додається до суми основного вкладу і в наступному періоді також приносить дохід.

Множник нарощування (компаундування) – майбутня вартість 1 долара, залишеного на рахунку під відсоткову ставку на даний період.

Приклад. Банк сплачує 5% річних за депозитним вкладом. Відповідно до формули майбутньої вартості грошей \$100, які покладені на депозит сьогодні, через рік дорівнюватимуть:

$$FV_1 = \$100 (1+0,05) = \$105$$

Якщо необхідно залишити цю суму на депозиті ще на один рік, то наприкінці другого року розмір вкладу становитиме:

$$FV_2 = \$105(1+0,05) = \$110,25,$$

або за формулою:

$$FV_2 = P (1+r)^2 = \$100(1+0,05)^2 = \$ 110,25.$$

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

Теперішня вартість грошей розраховується за формулою:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n}, \quad (7.2)$$

де PV (present value) – теперішня вартість грошей.

Розрахунок теперішньої вартості грошей називається **процесом дисконтування** майбутньої вартості грошей. З формули випливає, що дисконтування – процес, зворотний нарощуванню. Величина r називається ставкою дисконту або просто дисконтом, а величина $(1+r)^n$ – множителем дисконтування.

Дисконт – це процентна ставка, яка застосовується до грошових сум, які інвестор планує отримати в майбутньому, для того, щоб визначити розмір інвестицій у теперішній час.

Множник дисконтування – поточна вартість 1 долара за період n , дисконтована на відсоток r за кожний період.

Розрахунок впливу інфляції при визначенні майбутньої та теперішньої вартості грошей

Номінальна сума грошових коштів не враховує зміни покупної спроможності грошей.

Реальна сума грошових коштів – це оцінка номінальної суми з урахуванням зміни покупної спроможності грошей під впливом інфляції. У фінансово-економічних розрахунках, пов'язаних з інвестиційною діяльністю, інфляція враховується в наступних випадках:

- при коригуванні нарощеної суми грошових коштів;
- при формуванні ставки проценту (з урахуванням інфляції), що використовується для нарощування та дисконтування;
- при прогнозі рівня доходів від інвестицій, що враховують темпи інфляції.

Для того, щоб оцінити інфляцію використовують два основних показника:

T – темп інфляції, тобто приріст рівня цін за період (наприклад, рік), %;

I – індекс інфляції, який розраховується як частка від одиниці $(1+T)$.

Коригування нарощеної суми з урахуванням інфляції здійснюється за формулою:

$$FV_p = FV_n / I^n, \quad (7.3)$$

де FV_p – реальна майбутня вартість грошей з урахуванням інфляції;

V_n – номінальна майбутня вартість грошей;

I_n – індекс інфляції за період, що аналізується.

Тобто номінальна сума грошей зменшується в $(1+T)^n$ рази, у відповідності до зменшення купівельної спроможності грошей. При цьому вважається, що темп інфляції зберігається стабільним по роках. Якщо темп інфляції змінюється кожен рік, то треба для кожного року здійснювати розрахунки окремо.

Для розрахунку контрактної норми прибутковості можна використовувати формулу:

$$r_p = r + T + r T, \quad (7.4)$$

де r_p – реальна (контрактна) процентна ставка прибутковості;

T – темп інфляції;

$r + rT$ – інфляційна премія.

Оцінка грошових потоків за проектом

У табл.7.1 наведено основні види грошових потоків (рис. 7.2), які необхідно включати в процес оцінки інвестиційних пропозицій.

Таблиця 7.1

Типи грошових потоків

Етап	Процес	Об'єкти
Початок	Інвестування капіталу	Виробничі будівлі, обладнання
	Інші витрати	Люди, маркетингові дослідження
	Оборотний капітал	Акції, кредит
Процес реалізації	Зростання обсягу продажу	
	Зниження собівартості	
	Податкові знижки	
Закінчення	Оборотний капітал	Акції, дебіторська заборгованість та інші витрати
	Ліквідаційна вартість	Виробничі будівлі, обладнання

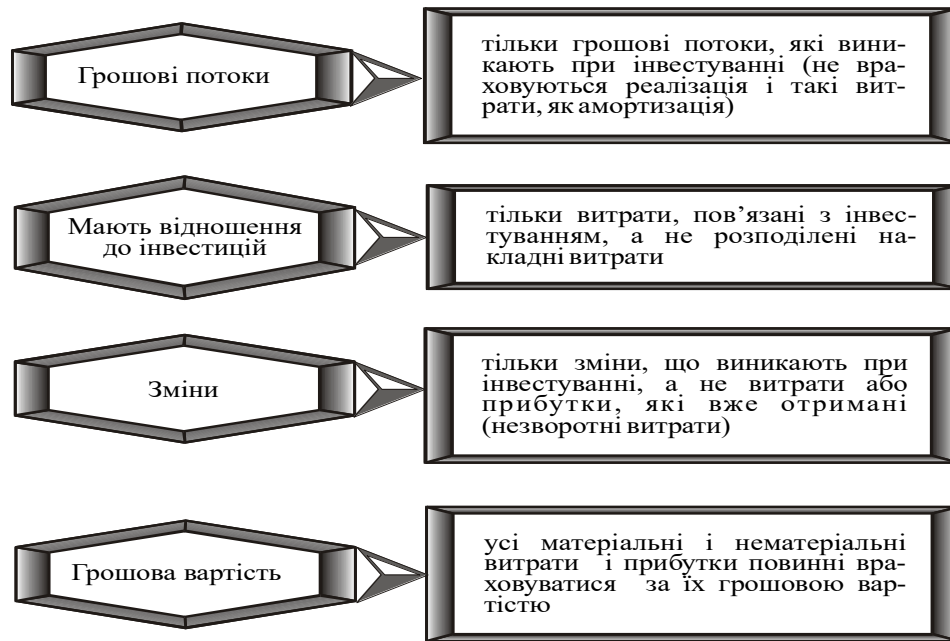


Рис. 7.2. Критерії грошових потоків

Відмінність між балансовим прибутком і грошовим потоком

Грошовий потік — це прибуток від інвестиційного проекту після оподаткування, але перед нарахуванням амортизації, виплатою відсотків і дивідендів. Якщо розглядати грошовий потік і прибуток протягом усього життєвого циклу проекту, то вони будуть ідентичними, але їх розподіл у часі виявиться різним. Окрім того, кошти, що знаходяться на рахунку прибутків і збитків на першому році і підлягають оподаткуванню, вираховуються з прибутку цього самого року, але на практиці більшість податків сплачується наступного року. По-друге, рахунок прибутків і збитків не бере до уваги витрати оборотного капіталу (табл. 7.2).

Таблиця 7.2

Відмінності між грошовим потоком і балансовим прибутком

Показники	Грошовий потік	Балансовий прибуток
Дохід	Коли надходять кошти	Коли відбувається продаж
Експлуатаційні витрати	Коли перераховуються кошти	Коли здійснюються витрати
Амортизація	Не включається	Враховується на рахунку прибутків і збитків
Податкові знижки	Враховуються як грошові потоки	Включено в розрахунок податків
Податки	Коли податки сплачуються	Визначаються при розрахунку

7.3. Статичні методи оцінки інвестицій

Статичні методи розрахунків економічної ефективності засновані на припущенні, що грошові потоки не змінюють свою вартість в часі (рис. 7.3).

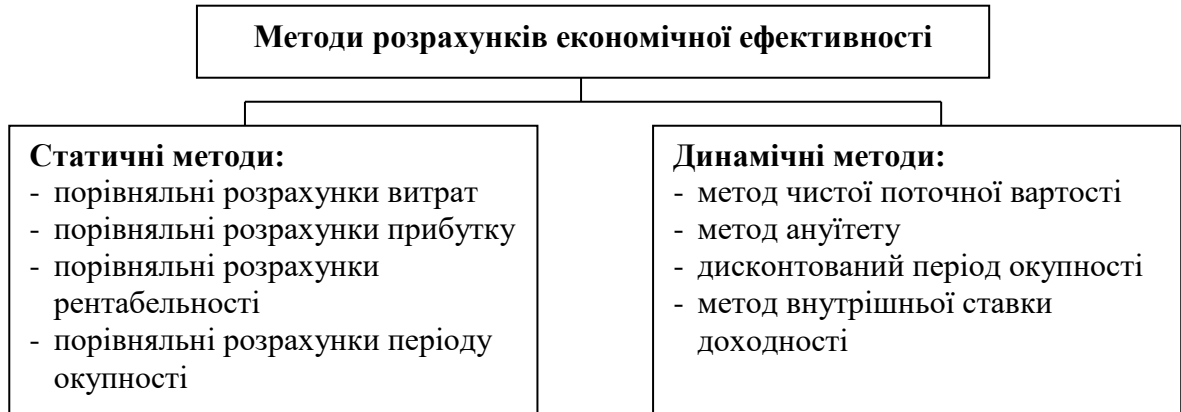


Рис. 7.3. Методи розрахунків економічної ефективності

1. **Порівняльні розрахунки витрат.** Даний метод рекомендує обирати з двох або більше альтернатив ту, якій відповідають мінімальні витрати. В зарубіжній економічній літературі розрізняють порівняння періодичних витрат та порівняння витрат з розрахунку на одиницю продукції. Порівнюючи періодичні витрати альтернативних інвестиційних проектів, необхідно переконатися, що вони однакові за кількісними та якісними характеристиками. При порівнянні витрат враховуються всі суттєві параметри, в тому числі:

- виробничі витрати (перш за все вартість матеріалів та витрати на оплату праці);
- витрати капіталу (амортизація та процентні витрати).

2. **Порівняльні розрахунки прибутку.** Порівняння проектів за допомогою методу порівняльних розрахунків витрат можливе за умови, що за всіма проектами випускається продукція однакової якості. Якщо продукція різної якості, доцільніше використовувати порівняльні розрахунки прибутку. Критерій рішення – середній прибуток від інвестицій за період, визначається як сальдо середніх витрат та виручки за період. При однаковому доході на

одиницю продукції порівняльні розрахунки прибутку дають той самий результат, що і порівняльні розрахунки витрат. Даний метод використовується:

- для обґрунтування переваги окремих інвестицій (критерій вибору: річний чистий прибуток > 0);
- для оцінки переваги серед декількох інвестиційних альтернатив (критерій вибору: максимальний прибуток).

3. Порівняльні розрахунки рентабельності. Розрахунки рентабельності капіталу використовуються в тому випадку, якщо прибуток від інвестицій забезпечується різним обсягом капіталу, і капітал присутній в обмеженому обсязі. Критерій прийняття рішення – рентабельність за період, тобто відношення прибутку до інвестицій.

4. Порівняльні розрахунки періоду окупності – порівняння періоду окупності, протягом якого забезпечується повернення первісних витрат за рахунок перевищення доходів над витратами. Можливі два принципових підходи до визначення періоду окупності:

1) для кожного періоду визначається перевищення доходів над витратами, вони послідовно сумуються до того часу, коли сума цих перевищень не стане рівною сумі інвестицій. Такий підхід рекомендований до застосування в тому випадку, якщо всупереч передумовам статичних методів надходження прибутку є нерегулярним та/або амортизація нараховується нелінійними методами;

2) при розрахунках в середньому за період, що більш відповідає специфічному характеру статичних методів, період окупності визначається з рівняння:

$$T_{ок}^{stat} = \frac{K}{P + A}, \quad (7.5)$$

де $T_{ок}^{stat}$ - період окупності, розрахований статичними методами.

Таким чином, проект приймається за умови, що період окупності інвестицій менший або рівний необхідному.

7.4. Динамічні методи оцінки ефективності інвестицій

Протилежністю статичним методам є динамічні методи визначення ефективності інвестиційних проектів. Їх суттєва перевага полягає в тому, що вони ліквідували характерні недоліки статичних методів, а саме: одноперіодний підхід та відсутність врахування грошових потоків у часі.

Для динамічних методів основне припущення полягає в тому, що для кожної інвестиції можуть бути сформовані визначені грошові потоки.

1. **Метод чистої поточної вартості (NPV).** Чиста поточна вартість інвестиції (ЧПВ) визначається за допомогою дисконтування щорічних компонентів грошового потоку (чистих доходів або витрат) на єдиний момент часу та вирахуванням первісно вкладеного капіталу з суми дисконтованих компонентів грошового потоку (з поточної вартості додаткових грошових коштів за проектом):

$$NPV(\text{ЧПВ}) = -K + \sum_{t=1}^T R_t \cdot \frac{1}{(1+i)^t}, \quad (7.6)$$

де K - сума інвестиційних витрат (первісні вкладення капіталу);

R_t - грошовий потік, породжуваний інвестиціями, в t -ому періоді;

$\frac{1}{(1+i)^t}$ - фактор дисконтування.

2. **Метод анuitету** як другий класичний динамічний метод представляє собою варіант методу чистої поточної вартості. В методі анuitету чиста поточна вартість визначається як сума однакових щорічних платежів (анuitети). Отримане значення чистої поточної вартості рівномірно розподіляється за допомогою формули складних відсотків за періодами на протязі всього періоду використання інвестицій.

3. **Метод внутрішньої норма доходності** (внутрішня ставка відсотку) (IRR , ВНД) певною мірою пов'язаний з методом ЧПВ. Він відрізняється від

останнього тим, що при його застосуванні в рамках інвестиційного аналізу визначається ставка дисконтування, при якій ЧПВ проекту дорівнює нулю. Така ставка відсотку характеризується як ставка внутрішнього відсотку (внутрішня норма рентабельності проекту) і представляє собою фактичний коефіцієнт доходності.

4. *Дисконтований період окупності* – період часу, необхідний для компенсації інвестиційних вкладень дисконтованими доходами. Метод аналогічний простому періоду окупності, але враховує нерівноцінність грошових потоків, що виникають в різний час. Дисконтований період окупності дозволяє оцінити доцільність проекту з погляду його ліквідності, тобто визначити, як швидко він зможе повернути вкладені в нього кошти, а також є певною мірою визначення ризику (з погляду терміну реалізації проекту). Однак даний показник не враховує результатів проекту після цього терміну. До того ж показник дисконтованого періоду окупності можна застосовувати за наступних умов:

- всі порівнювані проекти мають однакову тривалість життєвого циклу;
- всі проекти припускають разове вкладання первісних інвестицій.

ТЕМА 8. ІНВЕСТИЦІЙНІ РИЗИКИ ТА МЕТОДИ ЇХ ОЦІНКИ

Питання до теми:

- 8.1. Поняття та види інвестиційних ризиків
- 8.2. Методи визначення (ідентифікації) проектних ризиків
- 8.3. Методи розрахунку показників ризику вкладення інвестицій
- 8.4. Методи аналізу ризику інвестицій
- 8.5. Заходи щодо зниження інвестиційних ризиків

8.1. Поняття та види інвестиційних ризиків

Ризик – це можливість того, що відбудеться деяка небажана подія. У підприємницькій діяльності ризик прийнято порівнювати з можливістю

втрати підприємством своїх ресурсів, зниженням запланованих доходів або появою додаткових витрат у процесі здійснення певної фінансової чи виробничої діяльності.

У процесі реалізації реального інвестиційного проекту виникає *проектний ризик* – ймовірність виникнення несприятливих фінансових наслідків у формі втрати очікуваного інвестиційного прибутку в ситуації непевності умов його одержання в кращому випадку, і у гіршому – втрати вкладеного капіталу.

В Україні широко використовується "типова" класифікація проектних ризиків, подана у "Методичних рекомендаціях з підготовки інвестиційних проектів, до реалізації яких залучатимуться іноземні інвестори", затверджених колегією Міністерства економіки України.

З огляду на особливості та причини виникнення, існують різноманітні системи класифікації проектних ризиків, зокрема, залежно від обраних критеріїв оцінки:

- класифікація за фазами (етапами) проектної діяльності: перед-інвестиційна фаза; інвестиційна (будівельна); фаза пусконаладжувальних робіт; а також операційна (виробнича) фаза;

- класифікація за критерієм можливості або неможливості для учасників проектної діяльності впливати на фактори знецінення проекту. З цієї позиції ризики поділяють на: внутрішні (ендогенні), які можуть виникати на усіх стадіях та етапах реалізації проекту; зовнішні (екзогенні), до яких належать політичні та форс-мажорні ризики;

- класифікація з точки зору можливості захисту від ризиків: 1) ризики, що страхуються через гарантії, резервні фонди або страхові компанії; 2) ризики, які застрахувати неможливо або надто дорого.

Аналіз цих класифікацій ризиків дозволяє виділити "типові" ризики проектної діяльності (табл. 8.1). Наведена класифікація проектних ризиків є досить умовною і може розглядатися лише як відправна точка виявлення значних ризиків для кожного конкретного проекту. Ці ризики у кожному конкретному випадку мають визначатися спеціалістами та експертами з

урахуванням галузевої належності, масштабів, обраної технології, країни реалізації та інших специфічних особливостей проекту.

Таблиця 8.1

Характеристика проектних ризиків

ПРОЕКТНІ РИЗИКИ	ХАРАКТЕРИСТИКА РИЗИКІВ
Ризик учасників проекту	Це ризик свідомого або примусового невиконання учасниками своїх обов'язків. Таке невиконання хоча б одним із учасником може створити ефект "ланцюжкової реакції", створивши неможливі умови виконання своїх зобов'язань усіма іншими учасниками проекту. Ці ризики можуть бути обумовлені: недобросовісністю учасників, їх непрофесіоналізмом або фінансовим станом, який різко почав погіршуватися
Ризик перевищення кошторисної вартості проекту	Причинами перевищення кошторисної вартості можуть бути: помилка при проектуванні, неспроможність підрядчика ефективно використовувати ресурси, зміна умов реалізації проекту тощо
Затримка введення проекту в експлуатацію	Причинами затримки будівництва можуть бути конструкційні прорахунки та помилки при проектуванні, нездатність підрядника виконувати свої зобов'язання, а також затримка поставки та некомплектація обладнання
Виробничий ризик	Зумовлений технічними або економічними причинами, які означають збільшення витрат внаслідок помилкового розрахунку витрат на електроенергію, охорону навколишнього середовища, а також нестатку сировинних запасів та перебоїв в постачанні
Ризик, пов'язаний з управлінням	Ризик пов'язаний з недостатньою кваліфікацією та низьким рівнем менеджменту
Збутові ризики	Вини пов'язані зі змінами кон'юнктури ринку: з рухом цін та зміною обсягів ринків продукції, що випускається, яка може збігатися з розрахунками-прогнозами
Фінансові ризики	Містять всю сукупність ризиків, пов'язаних із фінансовими операціями. Це валютні ризики зміни відсотка та інфляційні ризики
Політичні ризики	Ці ризики мають відношення до політичної та законодавчої діяльності держави, де здійснюється проект. Це ризики експропріації, націоналізації, пов'язані з репатріацією прибутку, зміною податків, митних зборів тощо
Форс-мажорні ризики	Ризики, які важко передбачити: землетруси, пожеги, страйки тощо

Враховуючи різноманітність та специфіку ризиків, які виникають у процесі реалізації інвестиційної діяльності, важливою та обов'язковою складовою має бути управління проектними ризиками. Оскільки проектні ризики притаманні

усім стадіям та етапам проектного циклу, функція управління проектними ризиками не зникає до кінця строку реалізації проекту.

8.2. Методи визначення (ідентифікації) проектних ризиків

У процесі ідентифікації ризиків використовують методи якісної оцінки ризиків, до яких належать метод аналізу доречності витрат та метод аналогій.

Метод доречності витрат орієнтується на виявлення соціальних зон ризику та базується на припущенні, що перевитрачання коштів може бути спричинено одним або декількома із таких чотирьох факторів:

- недооцінка вартості проекту загалом або його окремих етапів ще на початку передінвестиційних досліджень;
- зміна меж проектування, обумовлена непередбаченими обставинами;
- невідповідність потужності машин, механізмів та обладнання передбаченими проектними рішеннями;
- збільшення вартості проекту, порівняно з початковою, внаслідок інфляції або зміни податкового законодавства.

Метод аналогій означає, що при аналізі ризикованості нового проекту будівництва промислового об'єкта корисними можуть бути свідчення про наслідки впливу несприятливих факторів на інші вже реалізовані аналогічні проекти. У зв'язку з цим певний інтерес становить досвід авторитетних консалтингових компаній, які публікують регулярні коментарі про тенденції, що спостерігаються у найбільш важливих зонах ризику будівництва промислових об'єктів (наприклад, про тенденції зміни попиту на конкретну продукцію, цін на сировину, паливо та землю, рейтинг надійності проектних, підрядних, інвестиційних та інших компаній).

Для повнішого аналізу проектів інвестору пропонується проводити **формалізований опис невизначеності інвестування**. Це пов'язано з тим, що умов реалізації проекту може бути багато, і для кожної з них необхідно

скласти відповідні сценарії або утворити обмеження на значеннях основних технологічних, економічних і т.п. параметрів проекту.

Вартість невизначеності - це концепція, за допомогою якої визначається максимальна сума грошей, сплачених за інформацію, використання якої знизить міру невизначеності за проектом. Для врахування всіх імовірних варіантів реалізації проекту пропонується визначати очікуваний інтегральний ефект. Якщо ймовірність різних умов реалізації проекту відома майже точно, то очікуваний інтегральний ефект розраховується за формулою математичного очікування:

$$E_{oc} = \sum_{i=1}^n (E_i \cdot P_i) \quad (8.1)$$

де E_{oc} - очікуваний інтегральний ефект проекту;

E_i - інтегральний ефект при i -тій умові реалізації;

P_i - ймовірність реалізації цієї умови.

8.3. Методи розрахунку показників ризику вкладення інвестицій

Кількісна оцінка ризику, тобто числове визначення розмірів окремих ризиків та ризику проекту загалом, є складнішою, на відміну від якісної. Спочатку усі ризики мають бути виміряні у одиницях, властивих лише їм, а потім у грошових одиницях, і, нарешті, оцінюється ризик проекту загалом. Найбільш очевидним способом оцінки ризику є імовірнісна оцінка, імовірність означає можливість отримання певного результату. Стосовно завдань інвестування, методи імовірності зводяться до визначення імовірності настання певних подій та вибору із декількох можливих подій найбільш імовірного, якому відповідає найбільше числове значення математичного очікування.

Математичне очікування будь-якої події дорівнює абсолютному значенню цієї події, помноженій на імовірність її настання.

Імовірність настання певної події може бути визначена об'єктивним або суб'єктивним методом.

Об'єктивний метод визначення імовірності базується на вирахуванні частоти, з якою стається певна подія.

Суб'єктивний метод визначення імовірності базується на використанні суб'єктивних критеріїв, які базуються на різних припущеннях, у тому числі: інформації та особистому досвіді оцінювачів, думці фінансового консультанта. Коли імовірність визначається суб'єктивно, то різні люди можуть встановлювати різне значення імовірності для однієї і тієї самої події і робити вибір по-своєму.

Для прийняття остаточного рішення необхідно визначити показник коливання, тобто визначити міру коливання можливого результату.

Колівання є мірою відхилення очікуваного значення від середнього. Для його оцінки на практиці, зазвичай, використовують два критерії - дисперсію та середньоквадратичне відхилення.

Для аналізу результатів та витрат, передбачених інвестиційним проектом, зазвичай, використовують і *коефіцієнт варіації*, який дозволяє визначити рівень ризику, за умови що показники середніх очікуваних доходів різняться.

Вихідним пунктом інвестиційних розрахунків повинні бути передбачені потоки грошових коштів, які б не лише забезпечували обслуговування боргу, але й створювали запас міцності на випадок настання ризику, а оскільки основними характеристиками інвестиційного проекту є елементи грошового потоку та коефіцієнт дисконтування то врахування ризику повинно здійснюватися поправкою одного з цих параметрів. Враховуючи це, при аналізі інвестиційних ризиків варто використовувати такі моделі.

Перша пов'язана з *коригуванням грошового потоку та подальшим розрахунком чистої приведеної вартості (NPV)* для усіх варіантів проектів. Методика аналізу в цьому випадку передбачає, що:

- за кожним проектом будують три його можливі варіанти розвитку: песимістичний, найбільш імовірний та оптимістичний;
- за кожним із варіантів вираховується відповідний NPV, тобто одержують три значення: NPV_p , NPV_{ml} , NPV_0 ;
- для кожного проекту вираховується розмах варіації NPV за формулою: $R(NPV) = NPV_0 - NPV_p$;
- з двох проектів, що порівнюються найбільш ризиковим вважається той, в якого розмах варіації NPV більший.

Інша модель передбачає *поправку на ризик для коефіцієнта дисконтування*. Відомо, що для більшості інвестиційних проектів, які передбачають класичну систему інвестування, ріст коефіцієнта дисконтування призводить до зменшення приведеної вартості і, відповідно, NPV.

8.4. Методи аналізу ризику інвестицій

До методів аналізу ризиків належать загальновідомі методи: аналіз беззбитковості; аналіз чутливості; метод сценаріїв; імітаційне моделювання, які в сукупності становлять комплексний процес аналізу ризиків з інвестиційного проекту.

Мета цього аналізу - визначити точки рівноваги, в яких надходження від продажів дорівнюють витратам на продану продукцію. Коли обсяг продажів нижчий цієї точки, то фірма несе збитки, а в точці, де надходження рівні витратам, фірма веде справи беззбитково.

Аналіз беззбитковості служить для порівняння використання запланованої потужності з обсягом виробництва, нижче якого фірма має збитки.

Точку беззбитковості можна визначити в показниках фізичних одиниць виробленої продукції або рівня використання виробничої потужності, при якій надходження від продажів та витрати виробництва рівні. Надходження

від продажів у точці беззбитковості є вартістю беззбиткових продажів, а ціна одиниці продукції в цій точці є беззбитковою продажною ціною.

Математично беззбиткове виробництво визначається таким чином:

- кількість одиниць продукції V , яку необхідно виробити та продати, щоб повністю покрити річні постійні витрати C_f при певній продажній ціні одиниці продукції P_s та перемінних питомих витратах C_v або:

$$(P_s - C_v) \cdot V = C_f, \text{ або } V = C_f / (P_s - C_v), \quad (8.2)$$

де P_s - ціна одиниці продукції;

C_v - перемінні витрати на одиницю продукції;

V - кількість одиниць випущеної продукції;

C_f - річні постійні витрати.

Аналіз сценаріїв розвитку проекту дозволяє оцінити вплив на проект можливої одночасної зміни декількох змінних через вірогідність кожного сценарію. Цей вид аналізу може виконуватися як за допомогою електронних таблиць, так і з застосуванням спеціальних комп'ютерних програм, які дозволяють використовувати *методи імітаційного моделювання*.

У першому випадку формуються 3-5 сценаріїв розвитку проекту. Кожному сценарію повинні відповідати:

- розраховані значення результатних показників;
- певна вірогідність настання такого сценарію, яка визначається експертним шляхом.

У результаті розрахунку визначаються середні (з врахуванням вірогідності настання кожного сценарію) значення результатних показників.

У випадку невеликої кількості змінних та можливих сценаріїв розвитку проекту для аналізу ризику можна використовувати *метод дерева рішень*. Перевага цього методу - в його наочності. Послідовність збору даних для побудови дерева рішень для аналізу ризику містить такі етапи:

- визначення складу та тривалості фаз життєвого циклу проекту;

- визначення стрижневих подій, які можуть вплинути на подальший розвиток проекту;
- визначення часу настання стрижневих подій за проектом;
- формулювання усіх можливих рішень, які можуть бути прийняті в результаті настання кожної окремої стрижневої події; визначення вірогідності прийняття кожного рішення;
- визначення вартості кожного етапу здійснення проекту (вартості робіт між стрижневими подіями).

На базі отриманих даних будується дерево рішень. Його вузли є стрижневими подіями, а стрілки, що поєднують вузли, - виконані роботи з реалізації проекту. Крім того, на дереві рішень наводиться інформація щодо часу, вартості робіт та вірогідності прийняття того чи іншого рішення.

У результаті побудови дерева рішень визначається вірогідність кожного сценарію розвитку проекту, ефективність за кожним проектом, а також інтегральна ефективність проекту. Додатну значення ефективності проекту (наприклад, чистої приведенної вартості) вказує на прийнятну міру ризику, пов'язаного зі здійсненням проекту.

При формуванні сценаріїв з використанням *методів імітаційного моделювання* застосовується така послідовність дій:

- визначаються інтервали можливої зміни початкових змінних, в межах яких ці змінні є випадковими значеннями;
- визначаються види розподілу ймовірностей у межах заданих інтервалів; встановлюються коефіцієнти кореляції між залежними змінними:
 - багаторазово (не менше 200 разів) розраховуються результатні показники;
 - отримані результатні показники розглядаються як випадкові значення, яким відповідають такі значення: математичне очікування, дисперсія, функція розподілу та щільність ймовірності тощо);

– визначається ймовірність попадання результатних показників у той чи інший інтервал, вірогідність перевищення мінімально припустимого значення та ін.

Аналіз значень результатних показників при сформованих сценаріях дозволяє оцінити можливий інтервал їх зміни за різних умов реалізації проекту. Ймовірність характеристики використовують для прийняття інвестиційних рішень, ранжування проектів, а також обґрунтування раціональних розмірів та форм резервування та страхування.

8.5. Заходи щодо зниження інвестиційних ризиків

Залежно від виду проекту, його належності до того чи іншого типу розробляється система заходів протидії ризикам, яка містить:

Розподіл ризику між учасниками проекту - захист, який дає можливість засновникам проекту переносити частину своїх ризиків на інших учасників проекту. Заставні операції та гарантування використовуються у випадку залучення кредитних коштів для фінансування інвестиційного проекту.

Страхування - специфіка якого полягає у відшкодуванні страховими компаніями завданої шкоди інвестору. Страхова компенсація може бути виплачена і до закінчення строку дії договору страхування, якщо внаслідок будь-якої події (наприклад, стихійного лиха) стає наявним неминучий крах інвестиційного проекту.

Різновидом страхування є ***хеджування*** - сукупність заходів зі страхування ризиків, зміни ціни товару, що реалізується, курсів валют та процентів тощо. Сутність хеджування полягає в регулярному продажі валюти на строк чи обмін процентів за валютами, в яких здійснюються інвестиції; продажі продукції проекту на товарній біржі з майбутньою поставкою за фіксованою ціною. При хеджуванні використовуються загальновідомі фінансові інструменти: опціони, ф'ючерси, валютні та процентні свопи тощо.

У зв'язку з тим, що в Україні механізмів обігу таких фінансових інструментів майже не існує, то у вітчизняній інвестиційній діяльності вони не використовуються.

Існує ще один засіб зниження ризиків - *лімітування об'єктів інвестицій*, розмірів кредитів, видатків, продажів тощо. Інвестор, зазвичай, обмежує розміри вкладень при капіталізації інвестицій, перешкоджаючи цим створенню зайвих запасів матеріалів, конструкцій, обладнання. Фінансування, зазвичай, здійснюється поступово - траншами, тобто ризику підлягають окремі грошові потоки, а не весь обсяг інвестицій. Банки, своєю чергою, з метою зниження міри ризику лімітують розміри позик, застосовують овердрафт, кредитні лінії, відновлювальні кредити, кредитують клієнтів у режимі "стенд-бай" тощо.

Останнім часом користується попитом як інструмент протидії ризикам проекту *збір додаткової інформації* про об'єкт інвестування. Такі послуги надають еккаунтингові компанії. Вони займаються збиранням, обробкою, аналізом та формуванням різних видів бізнес-інформації: відомостей про ринки, платоспроможність підприємства, кредитоспроможність клієнта, фінансовий стан партнерів по бізнесу, перспективи розвитку конкурентів тощо. Зазвичай ці відомості надаються у вигляді бізнес-довідок. Великі еккаунтингові фірми розробляють типові довідки бізнес-інформації та, за бажанням замовника, дають більш детальну інформацію, отриману шляхом поглибленого аналізу. Еккаунтинг часто об'єднується аудитом та є важливим засобом зниження рівня інвестиційного ризику.

ТЕМА 9. ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ

Питання до теми:

9.1. Характеристика та порядок формування інвестиційних ресурсів на підприємстві

9.2. Методи фінансування інвестиційних ресурсів

9.3. Оцінка вартості інвестиційних ресурсів

9.1. Характеристика та порядок формування інвестиційних ресурсів на підприємстві

Формування інвестиційних ресурсів країни можна представити таким чином:

$$\text{Національні інвестиційні ресурси} + \text{Іноземні інвестиційні ресурси} - \text{Відтік капіталу за кордон} = \text{Національні інвестиційні ресурси} + \text{Сальдо міжнародного руху капіталу}$$

Схематично процес формування на підприємстві інвестиційних ресурсів через ринок інвестиційного капіталу можна представити таким чином, що національні та іноземні кошти фізичних, юридичних осіб та держави можуть потрапити до підприємства двома шляхами: безпосередньо та через фінансово-кредитну сферу (рис. 9.2.).



Рис. 9.2. Формування інвестиційних ресурсів підприємства через інвестиційний ринок

У першому випадку це може відбуватися шляхом:

- 1) купівлі власниками заощаджень цінних паперів підприємств на первинному ринку;
- 2) надання державою підприємству дотацій, субсидій, пільгових кредитів, тощо;
- 3) внесення національними та іноземними інвесторами коштів у статутний фонд підприємства на умовах участі у капіталі;
- 4) об'єднання капіталів підприємств.

Другий, основний потік заощаджень потрапляє спочатку до посередників і набуває вигляду депозитів комерційних банків, внесків у пенсійні та інвестиційні фонди або у страхові компанії. Посередники, акумулюючи кошти населення та інших економічних суб'єктів, зобов'язані реінвестувати довірені їм заощадження з прибутком до моменту їх повернення власнику, тому вони виходять на інвестиційний ринок як інституційні інвестори та кредитори.

Таким чином, ресурси, залучені підприємством на інвестиційному ринку, додаються до тих, що підприємство має у своєму розпорядженні, й утворюють його сукупні інвестиційні ресурси.

Процес формування інвестиційних ресурсів має базуватися на таких **принципах**:

1. Принцип врахування перспектив розвитку інвестиційної діяльності
2. Принцип забезпечення відповідності обсягу залучених інвестиційних ресурсів обсягу інвестиційних потреб підприємства
3. Принцип забезпечення оптимальної структури інвестиційних ресурсів з позицій ефективної інвестиційної діяльності
4. Принцип забезпечення мінімізації витрат з формування інвестиційних ресурсів з різних джерел
5. Принцип забезпечення вискоєфективного використання інвестиційних ресурсів у процесі інвестиційної діяльності

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів здійснюється за такими **етапами**:

I. Ретроспективний аналіз формування інвестиційних ресурсів підприємства.

II. Прогнозування потреби у загальному обсязі інвестиційних ресурсів.

III. Прогнозування можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел.

IV.1. Визначення ефективних схем та методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів.

IV.2. Визначення необхідного та граничного обсягу інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел.

V. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів з урахуванням мінімізації вартості залучення інвестиційних ресурсів із різних джерел.

Інвестиційні ресурси можна *класифікувати* за такими ознаками:

а) за характером власності:

- власні;
- залучені;
- позичкові.

б) за видами власності:

- державні інвестиційні ресурси (бюджетні кошти та кошти позабюджетних фондів, державні позики, пакети акцій та інші основні та оборотні кошти, що належать до державної власності);

- приватні інвестиційні ресурси, які містять власні та залучені кошти підприємств, а також інституційних інвесторів, у тому числі, банків, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній тощо.

в) за рівнем власності:

- на рівні держави:

- кошти державного, регіонального, місцевих бюджетів, та позабюджетних фондів;

- залучені кошти державної фінансово-кредитної системи;

- позикові кошти у вигляді державних іноземних запозичень (зовнішній борг держави) та державних облігацій, боргових, товарних та інших позик (внутрішній борг держави);

- на рівні підприємства:

- власні кошти (прибуток, амортизаційні відрахування, страхові суми відшкодування збитків, іммобілізовані надлишки основних та оборотних коштів, нематеріальних активів тощо);

- залучені кошти, у тому числі, внески та пожертвування, кошти отримані від продажу акцій тощо;

- позичкові кошти у вигляді державних, банківських та комерційних (лізинг) кредитів та емісії корпоративних облігацій;

- на рівні інвестиційного проекту:

- кошти державного та місцевого бюджетів, позабюджетних фондів;

- кошти суб'єктів господарювання - вітчизняних підприємств та організацій, колективних інституційних інвесторів;

- іноземні інвестиції у різних формах.

Врахувавши усі різновиди інвестиційних ресурсів, ресурси конкретного підприємства можна представити у такому вигляді, див. табл. 8.1.

Загальна сума інвестиційних ресурсів підприємства має визначатися, виходячи із запланованого обсягу освоєння коштів в процесі реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також запланованого приросту портфеля фінансових інвестицій. Таким чином, **загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів** у плановому періоді визначатиметься за такою формулою:

$$S_{IP} = PIP + \Delta\Phi I \quad (9.1)$$

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

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

$\Delta\Phi I$ - передбачений обсяг приросту портфеля фінансових інвестицій.

Таблиця 9.1.

Інвестиційні ресурси підприємства

Вид інвестиційних ресурсів	ЗМІСТ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА
Внутрішні власні	<ul style="list-style-type: none"> – нерозподілений прибуток – амортизаційні відрахування – спеціальні фонди, що формуються за рахунок прибутку – страхові відшкодування збитків, викликаних втратою майна – довгострокові фінансові вкладення, строк погашення яких закінчується у поточному періоді – частина основних фондів, що реінвестується шляхом продажу – частина зайвих оборотних активів, що іммобілізується в інвестиції
Внутрішні позичені	<ul style="list-style-type: none"> – приріст заборгованості з оплати праці – приріст заборгованості в розрахунках з бюджетом та позабюджетними фондами – приріст заборгованості в розрахунках за страхуванням – приріст іншої внутрішньої кредиторської заборгованості підприємства
Зовнішні власні	<ul style="list-style-type: none"> – акціонерний або наповни капітал – кошти, що виділяються вищими холдинговими та акціонерними компаніями – безоплатно надані державними органами або комерційними структурами кошти на цільове інвестування
Зовнішні позичені	<ul style="list-style-type: none"> – довгострокові кредити банків та інших кредитних структур – прямі державні кредити – інвестиційний податковий кредит – комерційні кредити, що надаються постачальниками машин, обладнання та інших інвестиційних товарів підрядчиками (лізинг) – кошти, що залучаються шляхом емісії та розміщення облігацій та інших боргових зобов'язань підприємства – інші джерела формування позичених ресурсів (селенг, факторинг, форфейтинг тощо)

Загальний обсяг інвестиційних ресурсів, необхідних для реалізації конкретного інвестиційного проекту визначається з урахуванням стадій циклу інвестиційного проекту, див. табл. 9.2.

До складу фінансових ресурсів входять:

1. Фінансові ресурси, що перебувають у розпорядженні органів державного управління:

- ресурси державного бюджету;
- ресурси місцевих бюджетів;
- цільові державні фонди;

- фінансові ресурси державних фінансових інституцій (національного банку, державних страхових органів, державних кредитних установ).

Таблиця 9.2.

Розрахунок загального обсягу інвестиційних ресурсів реального інвестиційного проекту

СТАДІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ЦИКЛУ	ІНВЕСТИЦІЙНІ ВИТРАТИ
1. Початкові інвестиції	1. Капітальні витрати - придбання земельних ділянок - будівельно-монтажні роботи - придбання, доставка та монтаж обладнання 2. Проектно-організаційні витрати - з проектно-вишукувальних робіт - з реклами - підготовка кадрів - інші витрати 3. Інвестиції в чистин оборотний капітал - придбання початкового запасу сировини - покриття витрат з оплати праці персоналу - формування страхового резерву грошових коштів - інші витрати
2. Інвестиції на стадії експлуатації проекту	1. Річні операційні витрати 2. Податки 3. Відсотки за кредит 4. Непередбачені витрати 5. Інші витрати
3. Інвестиції на стадії завершення проекту	1. Витрати на демонтаж обладнання та знос будівель 2. Витрати з юридичного оформлення ліквідації підприємства 3. Інші витрати

2. Фінансові ресурси, що перебувають у розпорядженні господарських підприємств, установ і організацій різних форм власності та видів діяльності.

3. Фінансові ресурси, що перебувають у розпорядженні населення (готівка, заощадження, депозити).

У зв'язку з цим, для залучення інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел підприємство може використовувати цілу низку спеціальних фінансових інструментів.

Під *фінансовими інструментами* розуміють контракти, які одночасно приводять до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного

підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого.

Загалом, фінансові інструменти, що використовуються підприємством для залучення капіталу можна поділити на:

- *основні* - ті, що безпосередньо використовуються для залучення капіталу (акції, облігації, векселі, кредитні угоди тощо);

- *допоміжні* - ті, що можуть використовуватися як застава при отриманні кредиту в комерційному банку, або вони приносять дохід, який можна використати на фінансування інвестиційної діяльності підприємства, або їх можна продати і таким чином отримати необхідні інвестиційні ресурси.

9.2. Методи фінансування інвестиційних ресурсів

Залежно від форми залучення інвестиційного капіталу існують такі методи фінансування інвестиційних проектів, як самофінансування; акціонування; кредитне фінансування; бюджетне фінансування; фінансування за рахунок безоплатних та благодійних внесків і пожертвувань; змішане фінансування.

Внутрішні (власні) кошти такі, як амортизація та прибуток мають певні позитивні сторони, а саме:

- простота та швидкість залучення;
- висока віддача за критерієм норми прибутковості інвестиційного капіталу (непотрібно виплачувати відсотки та дивіденди);
- суттєве зниження ризику неплатоспроможності та банкрутства підприємства при їх використанні;
- повне збереження управління в руках засновника підприємства.

Зовнішні (боргові та залучені) кошти мають високі можливості залучення та можливості зовнішнього контролю за ефективністю їх використання. Однак є і негативні сторони, а саме:

- складність із залученням та оформленням;

- значний термін залучення;
- необхідність надання гарантій (на платній основі);
- підвищений ризик банкрутства через несвоєчасне погашення боргу;
- втрата частини прибутку від інвестиційної діяльності через необхідність платити відсотки та дивіденди:
- часткова втрата управління діяльністю підприємства.

Найпростішим методом фінансування інвестиційних проєктів є *самофінансування*, яке здійснюється лише за рахунок власних внутрішніх коштів підприємства, до яких належать: чистий прибуток; амортизаційні відрахування; страхові суми відшкодування збитків; іммобілізовані надлишки основних та оборотних коштів, нематеріальних активів тощо.

Наступний метод фінансування інвестиційної діяльності - *акціонування*. Це метод, який використовується для фінансування великих інвестиційних проєктів зі значними строками окупності витрат. При акціонуванні капітал залучається шляхом емісії простих та привілейованих акцій, що розміщуються серед юридичних та фізичних осіб, або через випуск варантів.

Особливістю *інвестиційного кредиту* є те, що він має саме інвестиційний характер і, здебільшого, довгостроковий і потребує:

- ретельної оцінки, насамперед, не самого позичальника, а його інвестиційних намірів (інвестиційного проєкту), що зобов'язує кредитора проводити детальний аналіз техніко-економічного обґрунтування інвестиційних заходів, передбачених проєктів;
- встановлення плати за кредит не вище рівня дохідності за інвестиціями;
- розрахунку терміну інвестиційного кредиту залежно від строку окупності інвестицій;
- опрацювання можливості надання позички з пільговим терміном відшкодування, що передбачає сплату лише процентів за кредит впродовж строку реалізації інвестицій, а відшкодування основної кредиту - у подальші періоди часу;

- погашення позички та відсотків лише за рахунок доходів, які одержує інвестор від реалізації інвестиційного проекту.

9.3. Оцінка вартості інвестиційних ресурсів

Вартість інвестиційних ресурсів (капіталу) - це необхідна ставка доходу, яку повинна мати фірма, щоб покривати витрати для залучення капіталів на ринку. Основними факторами, що визначають вартість капіталу є: ризикованість одержаних доходів, питома вага заборгованості в його структурі, фінансова стійкість компанії та інші фактори.

Вартість капіталу від залучення боргових ресурсів.

Вартість цього капіталу визначається на ринку з урахуванням: терміну користування позичкою; заходу, що кредитується; забезпечення своєчасності розрахунків позичальника за раніше одержаними позиками та міри ризику.

Розрахунок значення реальної процентної ставки здійснюється з використанням такої формули:

$$ЧСК = \sum_{i=1}^n \frac{K_i}{(1+d)^i} \quad (9.2)$$

де ЧСК - чиста сума кредиту, наданого позичальнику;

d - реальна процента ставка;

i - порядковий номер періоду дії кредитного договору (місяць або день);

n - загальна залишкова кількість періодів дії кредитного договору (місяців або днів) на дату розрахунку;

K - сума коштів, яку позичальник сплачує банку та/або іншим особам за кредитом. Рівень фінансових витрат, пов'язаних з одержанням кредиту, може визначатися і через ефективну річну ставку відсотку (EAR). Ця ставка визначає ті відносні витрати, які несе позичальник за рік загалом, виплачуючи проценти за кредит. Визначається вона за такою формулою:

$$EAR = (1+r/m)^m - 1, \quad (9.3)$$

де EAR - ефективна річна ставка за кредит;

r - річна ставка відсотку за кредит, коефіцієнт;

m - кількість нарахувань у році за ставкою відсотку r/m

Визначення вартості облігацій. На вартість капіталу від облігацій впливають ті ж фактори, що і на ціну інвестиційного кредиту. Проте вартість капіталу, залученого від емісії облігацій розраховується за такою формулою:

$$K_b = \frac{C_b}{F \cdot (1 - V)} \quad (9.3)$$

де K_b - вартість капіталу від розміщення облігацій;

C_b - річний купон на випуск нових облігацій;

F - номінальна вартість облігацій;

V - витрати на випуск облігацій, питома вага у коефіцієнтах до номінальної вартості облігацій.

Моделі визначення вартості капіталу від випуску акцій

Привілейовані акції

Однією з особливостей привілейованих акцій є сплата фіксованого дивіденду або оголошеного проценту від вартості акції на час її випуску. Розрахунок вартості капіталу від привілейованих акцій здійснюється за такою формулою:

$$K_p = \frac{P}{P_s \cdot (1 - V)}, \quad (9.4)$$

де K_p - вартість капіталу з урахуванням випуску та розміщення привілейованих акцій;

P - привілейований дивіденд;

P_s - ринкова вартість привілейованих акцій;

V - витрати на випуск привілейованих акцій, питома вага у коефіцієнтах.

Прості (звичайні) акції

Вартість капіталу від простих акцій складається з трьох факторів: ціни акцій; дивідендів, що сплачуються фірмою та темпу приросту дивідендів.

Таким чином, формула розрахунку вартості капіталу від простих акцій буде мати такий вигляд:

$$K_s = \frac{P}{P_s \cdot (1 - V)} + G, \quad (9.5)$$

де K_s - вартість капіталу від випуску простих акцій;

P - дивіденди;

P_s - ринкова вартість простих акцій;

V - витрати на випуск простих акцій, питома вага у коефіцієнтах;

G - постійний темп приросту дивідендів.

Вартість капіталу від простих акцій можна також підрахувати і через *модель оцінки капітальних активів МОКА* або (CAPM). Використання цієї моделі найбільш поширено в умовах стабільної ринкової економіки за наявності значної кількості даних, що характеризують прибутковість роботи підприємства. Модель використовує показник ризику конкретної фірми, який формалізується введенням показника b . Цей показник працює таким чином:

$b = 0$, якщо активи компанії безризикові;

$b = 1$, якщо ризик активів компанії на рівні середнього по ринку усіх підприємств країни;

$0 < b < 1$, якщо активи підприємства менш ризикові щодо до інших підприємств на ринку;

$b > 1$, якщо активи підприємства мають велику міру ризику.

Таким чином; формула розрахунку вартості капіталу від випуску простих акцій матиме такий вигляд:

$$K_S = i + (R_m - i) b_S, \quad (9.6)$$

де K_s - вартість капіталу від емісії простих акцій;

i - показник дохідності для без ризикових вкладень капіталу;

R_m - середній по ринку рівень дохідності;

b_s - фактор ризику активів.

Модель вартості капіталу за рахунок нерозподілених прибутків.

Формула розрахунку вартості капіталу за рахунок нерозподілених прибутків буде мати такий вигляд:

$$K_s = \frac{P}{P_s} + G, \quad (9.7)$$

де K_s - вартість капіталу за рахунок нерозподілених прибутків;

P - дивіденди на просту акцію;

P_s - ринкова вартість простих акцій;

G - постійний темп приросту дивідендів.

Наступним кроком після визначення вартості окремих інвестиційних ресурсів є вирахування *середньозваженої вартості капіталу (WACC)*, яка може бути визначена, як рівень дохідності, який повинен приносити інвестиційний проект, щоб покрити усі витрати із залучення коштів. Крім того, цей рівень має бути не нижчим доходу від інвестування в інші об'єкти з подібним рівнем ризику:

$$WACC = K_b \times (1 - tax) \times \left(\frac{B}{B+P+S} \right) + K_p \times \left(\frac{P}{B+P+S} \right) + K_s \times \left(\frac{S}{B+P+S} \right), \quad (9.8)$$

де B - облігації;

P - привілейовані акції;

S - прості акції;

K_b - вартість капіталу від розміщення облігацій;

K_p - вартість капіталу від розміщення привілейованих акцій;

K_s - вартість капіталу від розміщення простих акцій;

tax - ставка оподаткування.

ТЕМА 10. ЦІННІ ПАПЕРИ, ОСОБЛИВОСТІ ЇХ ВИПУСКУ ТА ОБІГУ

Питання до теми:

10.1. Сутність і види фінансових інвестицій

10.2. Характеристика і види цінних паперів

10.3. Ринок цінних паперів

10.4. Державне регулювання ринку цінних паперів

10.1. Сутність і види фінансових інвестицій

Згідно з Законом "Про цінні папери та фондовий ринок", **фінансові інструменти** - це цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони).

Відповідно до стандартів бухгалтерського обліку, під **фінансовими інструментами** розуміють контракти, які одночасно призводять до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства та фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого.

Фінансові інструменти поділяють на:

- фінансові активи;
- фінансові зобов'язання;
- інструменти власного капіталу;
- похідні фінансові інструменти.

Основою фінансових інструментів є **цінні папери** – документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), та власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передавання прав, що випливають із цих документів, іншим особам. В Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів:

- 1) Пайові цінні папери: акції, інвестиційні сертифікати;

2) Боргові цінні папери: облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання України, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі;

3) Іпотечні цінні папери: іпотечні облігації, іпотечні сертифікати, заставні, сертифікати фонду операцій із нерухомістю;

4) Приватизаційні цінні папери;

5) Похідні цінні папери;

6) Товаророзпорядчі цінні папери.

Випуск у *документарній формі* здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

У разі емісії цінних паперів у *бездокументарній формі*, емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій.

Глобальний сертифікат - це документ, оформлений на весь випуск цінних паперів у бездокументарній формі, який підтверджує право на здійснення операцій з цінними паперами цього випуску в Національній депозитарній системі.

За порядком розміщення (видачі) цінні папери поділяються на *емісійні* та *неемісійні*.

За формою випуску цінні папери можуть бути на *пред'явника*, *іменні* або *ордерні*.

10.2. Характеристика і види цінних паперів

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

Акціонерне товариство розміщує акції двох типів - прості та привілейовані.

Прості акції надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації.

Привілейовані акції надають їх власникам переважні, стосовно власників простих акцій, права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств. Частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 %

Існують такі різновиди привілейованих акцій як:

- привілейовані акції з коригованим дивідендом;
- привілейовані акції з відстроченим дивідендом;
- кумулятивні привілейовані акції;
- конвертовані привілейовані акції.

В іноземній літературі зустрічаються й інші види акцій (див. рис. 10.1).

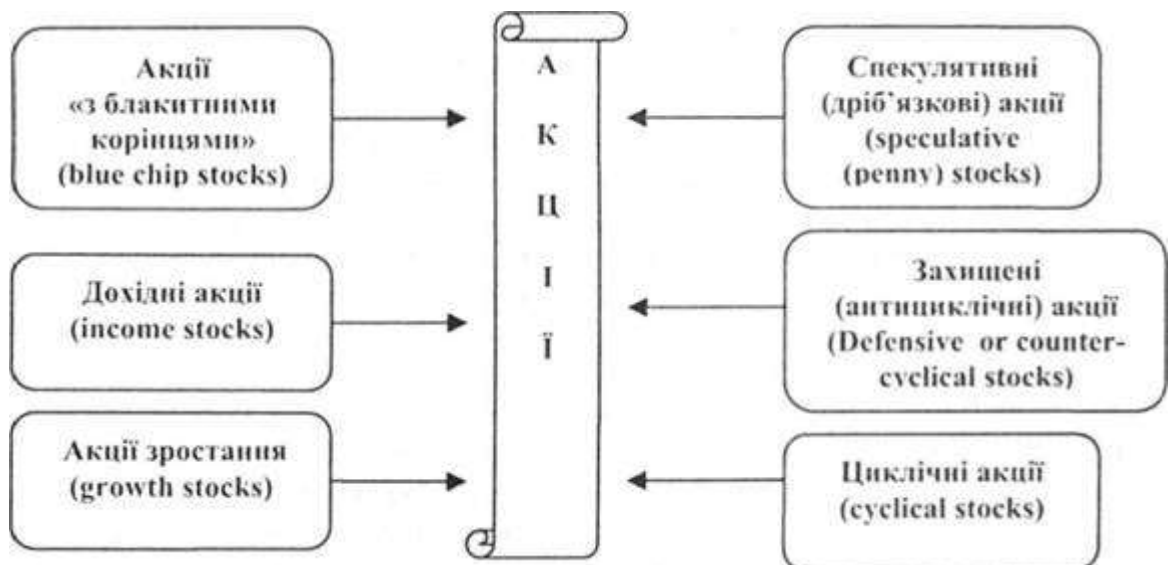


Рис. 10.1. Класифікація акцій

Облігація - цінний папір, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений умовами розміщення облігацій строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

Облігації розміщуються у документарній або бездокументарній формі. Емітент у порядку, встановленому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, може розміщувати облігації таких видів:

- відсоткові облігації;
- цільові облігації;
- дисконтні облігації.

Залежно від того, яким умовам відповідає та чи інша облігація, їх можна згрупувати у такі категорії, див. рис. 10.2.



Рис. 10.2. Класифікація облігацій

Верховна Рада Автономної Республіки Крим або міська рада, відповідно до вимог, установлених бюджетним законодавством, можуть прийняти рішення про емісію та розміщення *облігації місцевих позик*.

До облігацій місцевих позик належать облігації внутрішніх та зовнішніх місцевих позик. Реєстрацію випуску облігацій місцевих позик здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Одним із видів облігацій є *державні облігації*, які поділяються на облігації внутрішніх державних позик України, облігації зовнішніх державних позик України та цільові облігації внутрішніх державних позик України.

Облігації внутрішніх державних позик України - державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України - облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мсту законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

Облігації зовнішніх державних позик України - державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

Казначейські зобов'язання України - вид цінних паперів на пред'явника, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету та дають право на одержання фінансового доходу.

Випускаються такі види казначейських зобов'язань:

- а) довгострокові - від 5 до 10 років;
- б) середньострокові - від 1 до 5 років;
- в) короткострокові - до одного року.

Рішення про випуск довгострокових і середньострокових казначейських зобов'язань приймається Кабінетом Міністрів України.

Рішення про випуск короткострокових казначейських зобов'язань приймає Міністерство фінансів України. У рішенні про випуск казначейських зобов'язань визначаються умови їх випуску.

Порядок визначення продажної вартості казначейських зобов'язань встановлюється Міністерством фінансів України, виходячи з часу їх придбання. Кошти від реалізації казначейських зобов'язань спрямовуються на покриття поточних видатків республіканського бюджету.

Виплата доходу по казначейських зобов'язаннях та їх погашення здійснюються відповідно до умов їх випуску, затверджених: за довгостроковими і середньостроковими зобов'язаннями — Кабінетом Міністрів України, короткостроковими - Міністерством фінансів України.

Ощадний сертифікат - письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і процентів по ньому. Ощадні сертифікати розрізняють строкові (під певний договірний процент на визначений строк) або до запитання, іменні та на пред'явника. Іменні сертифікати обігу не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам г недійсним.

Інвестиційний сертифікат - це цінний папір, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Таким чином, емітентом інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду виступає компанія з управління активами цього фонду.

Вексель - цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання, за яким одна особа зобов'язана сплатити іншій визначену суму коштів у

визначений строк, правовий статус якого регулюється законодавством про вексельний обіг. Вексельний обіг може охоплювати різні сфери. По-перше, відносини між банками та клієнтами при видачі банківських позичок (соло-векселі): по-друге, між суспільством та державою (казначейські векселі); по-третє, між фізичними та юридичними особами без посередництва банку.

Залежно від мети та характеру угоди, які є в основі випуску векселів, а також їх забезпечення, розрізняють комерційні, фінансові та фіктивні векселя.

Векселі бувають також *переказні* (тратти), видані в формі безумовної пропозиції (наказу) здійснити платіж, та *проті*, видані в формі безумовного зобов'язання здійснити платіж.

Заставна - це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання - право звернути стягнення на предмет іпотеки. Заставна оформлюється, якщо її випуск передбачений іпотечним договором.

Існує три умови видачі заставної:

- основне зобов'язання має бути грошовим;
- в іпотечному договорі необхідно вказувати суму боргу за основним зобов'язанням на конкретний момент або критерії, якими можна її визначити;
- випуск заставної необхідно передбачити в іпотечному договорі.

Інструментами, що дозволяють створити систему рефінансування іпотечних кредитів є **іпотечні сертифікати**, емітентом яких може бути кредитна установа (переважно банк), який є власником іпотечних активів.

Сертифікати можуть бути випущені в одній з таких форм:

- іменні сертифікати документарної форми випуску (іменні документарні сертифікати);
- іменні сертифікати бездокументарної форми випуску (іменні бездокументарні сертифікати);

- сертифікати на пред'явника документарної форми випуску (документарні сертифікати на пред'явника).

Іпотечні сертифікати можуть бути випущені у вигляді:

- сертифікатів із фіксованою дохідністю;
- сертифікатів участі.

Сертифікати з фіксованою дохідністю - це сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників:

- право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни;
- право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів;
- право на задоволення вимог - у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань - з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

Сертифікати участі - це сертифікати, забезпечені іпотеками та які посвідчують частку його власника у платежах за іпотечними активами.

Власник сертифікатів участі має такі права:

- право на отримання частки у платежах за іпотечними активами відповідно до договору про придбання сертифікатів;
- право на задоволення вимог - у разі невиконання емітентом взятих на себе зобов'язань - з вартості іпотечних активів, які знаходяться у довірчій власності управителя.

Ще одним видом іпотечних цінних паперів є **іпотечні облігації** - це іменні облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям. Іпотечна облігація засвідчує внесення грошових коштів її власником і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цієї облігації та грошового доходу, а в разі невиконання емітентом зобов'язань за іпотечною облігацією надає її власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття.

Власники іпотечних облігацій мають вищий пріоритет перед правами чи вимогами інших осіб щодо іпотечного покриття.

Іпотечні облігації можуть випускатися у вигляді:

- 1) звичайних іпотечних облігацій;
- 2) структурованих іпотечних облігацій.

Емітентом *структурованих іпотечних облігацій* є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям.

Спеціалізована іпотечна установа - це фінансова установа, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів та випуск структурованих іпотечних облігацій. Вона може бути створена без обмеження строку існування або на строк до повного погашення структурованих іпотечних облігацій.

Сертифікат фонду операцій із нерухомістю (сертифікати ФОН) - це цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Їх емітентом може бути фінансова установа — *Фонд операцій із нерухомістю*. Емітент сертифікатів ФОН, який не є банківською установою, відкриває в обраному ним банку на своє ім'я окремий поточний рахунок, який є рахунком ФОН.

Сертифікати ФОН можуть бути випущені в одній з *таких форм*:

- іменні сертифікати ФОН документарної форми випуску;
- іменні сертифікати ФОН бездокументарної форми випуску;
- сертифікати ФОН на пред'явника документарної форми випуску.

Дериватив - це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив (цінні папери) на визначених ним умовах у майбутньому. Існують такі форми деривативів:

- ф'ючерсний контракт - це стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) базовий актив у визначений час та на

визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на момент укладання зобов'язань сторонами контракту.

- опціон - це стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) базовий актив на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на момент укладання такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту.

- варант - це різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облигаціями та надає його власнику право на придбання простих акцій цього емітенту протягом певного періоду за певною ціною.

Депозитарна розписка (свідоцтво) - це похідний цінний папір, що засвідчує право власності інвестора-резидента на визначену кількість цінних паперів іноземного емітента, загальний обсяг емісії який обліковується в іноземній депозитарній установі. Емітентом їх можуть бути юридичні особи - резиденти, які є учасниками Національної депозитарної системи, за умови встановлення кореспондентських відносин між депозитарієм, у якому зберігається глобальний сертифікат на загальний обсяг емісії депозитарних розписок, та іноземною депозитарною установою, що веде облік права власності за цінними паперами, які лежать в основі депозитарних розписок.

10.3. Ринок цінних паперів

Ринок цінних паперів - це складний механізм, за допомогою якого встановлюються відповідні правові та економічні взаємовідносини між підприємцями, корпораціями та іншими структурами, яким необхідні фінансові кошти для свого розвитку, та організаціями й громадянами, які їх можуть позичити (надати) на певних умовах.

Мета ринку цінних паперів - акумулювати фінансові ресурси й забезпечити можливість їх перерозподілу через вдосконалення різноманітних операцій з цінними паперами різними учасниками ринку, тобто здійснювати

посередництво в русі тимчасово вільних грошових коштів від інвесторів до емітентів цінних паперів.

Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" ототожнює *ринок цінних паперів* з фондовим ринком і дає таке визначення: це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Завданням ринку цінних паперів є: створення умов та забезпечення повного та швидкого переливу заощаджень в інвестиції за ціною, яка задовольняла б обидві сторони; мобілізація тимчасово вільних фінансових ресурсів з метою здійснення конкретних інвестицій; формування ринкової інфраструктури, що відповідає світовим стандартам; трансформація відносин власності; забезпечення реального контролю над фондовими капіталом на засадах державного регулювання та ін.

Існує декілька рівнів, які проходить цінний папір з моменту емісії до моменту активних торгових операцій через ринок:

- *первинний ринок*, на якому відбувається розміщення нових цінних паперів;
- *вторинний ринок* - місце основної купівлі-продажу раніше випущених активів;
- *третій ринок* охоплює торгівлю зареєстрованими на біржі цінними паперами за межами самої біржі;
- *четвертий ринок* - це електронні системи торгівлі великими пакетами цінних паперів безпосередньо між інституційними інвесторами. Найвідоміші системи четвертого ринку - InstiNet, POSIT, Crossing Network.

10.4. Державне регулювання ринку цінних паперів

Державне регулювання ринку цінних паперів - це здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється у таких **формах**:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;
- регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів:
- видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпечення контролю за такою діяльністю; заборона та зупинення на певний термін (до одного року) професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності ліцензії на цю діяльність та притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності згідно з чинним законодавством;
- реєстрація випусків (емісій) цінних паперів та інформації про випуск (емісію) цінних паперів;
- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;
- створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів тощо.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством.

Основними завданнями *Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку* є:

- формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

- координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних;

- здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування;

- захист прав інвесторів тощо.

З метою координації діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів створюється *Координаційна рада*, до складу якої входять керівники державних органів, що у межах своєї компетенції здійснюють контроль або інші функції управління щодо фондового ринку та інвестиційної діяльності в Україні. Очолює Координаційну раду Голова ДКЦПФР. Склад та Положення про Координаційну раду затверджує Президент України за поданням Голови ДКЦПФР.

Основними напрями розвитку ринку цінних паперів в Україні є:

- посилення конкурентоспроможності ринку;
- податкове стимулювання розвитку фондового ринку України;
- удосконалення системи регулювання ринку цінних паперів;
- розвиток корпоративного управління;
- розвиток інститутів спільного інвестування;
- розбудова інфраструктури фондового ринку;
- підготовка фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління.

ТЕМА 11. ІНСТИТУТИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Питання до теми:

11.1. Учасники ринку цінних паперів та їх функції

11.2. Фондова біржа

11.1. Учасники ринку цінних паперів та їх функції

Учасниками ринку цінних паперів можуть бути - емітенти, інвестори, саморегульовані організації та професійні учасники фондового ринку.

Емітент - це юридична особа, Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками.

Емітентів виокремлюють за такими групами:

- форма державно-правового утворення;
- організаційно-правова форма;
- напрям професійної діяльності;
- політика на ринку цінних паперів;
- національна належність.

Відповідно до чинного законодавства, емісія цінних паперів в Україні може мати форму відкритого (публічного) та закритого (приватного) розміщення.

Інвестори в цінні папери - фізичні та юридичні особи, резиденти та нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

Саморегульована організація професійних учасників фондового ринку - неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених ДКЦПФР.

Професійні учасники фондового ринку - юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Державною комісією з цінних паперів та фондового

ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України.

Брокерська діяльність - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

Дилерська діяльність - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

Андеррайтинг - розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

Діяльність з управління цінними паперами - діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб.

Професійні учасники фондового ринку є також учасниками **Національної депозитарної системи**, яка складається з двох рівнів:

Верхній рівень - це Національний депозитарій України (який функціонує на основі Указу Президента України "Про Загальні засади функціонування національного депозитарію України"), депозитарії, що ведуть розрахунки для зберігачів та здійснюють кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Нижній рівень - це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Основними учасниками Національної депозитарної системи є:

Депозитарії цінних паперів - це спеціалізована посередницька організація, яка забезпечує збереження і облік цінних паперів, обслуговує угоди, пов'язані з їх обігом, та за потреби - поставку паперових бланків фондкових інструментів із своїх сховищ у місця, зазначені їх власниками; або це юридична особа, яка провадить 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.

Зберігачі цінних паперів - це організації, які мають дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітенту з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо тих цінних паперів, що належать йому, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунку в цінних паперах.

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.

Реєстратори власників цінних паперів – це організації, які здійснюють перелік за станом на певну дату власників іменних цінних паперів, належних їм іменних цінних паперів, що є складовою системи реєстру та дає змогу ідентифікувати цих власників, кількість, номінальну вартість та вид належних їм іменних цінних паперів.

11.2. Фондова біржа

Професійним учасником фондового ринку (організатором торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту та пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими

правилами, централізованого укладення та виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі є **фондова біржа**.

Фондова біржа діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства та товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами. Вона утворюється не менше ніж 20 засновниками торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднанням, що налічує не менше ніж 20 торговців цінними паперами. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 % статутного капіталу фондової біржі.

Правила фондової біржі складаються з порядку:

- організації та проведення біржових торгів;
- лістингу та делістингу цінних паперів;
- допуску членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів;
- котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу;
- розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення;
- розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством;
- здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі;
- накладення санкцій за порушення правил фондової біржі.

Фондова біржа виконує такі *функції*:

- відкриває доступ підприємствам до позичкового небанківського капіталу;
- координує розміщення державних цінних паперів;

- забезпечує переміщення фінансового капіталу з однієї сфери діяльності в іншу;
- впорядковує ринкові відносини з приводу обігу фінансових інструментів.

Діяльність фондової біржі припиняється у разі, коли кількість її членів - менше 10.

Член фондової біржі - це юридична особа, яка має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку - діяльності з торгівлі цінними паперами, і отримала цей статус в порядку, встановленому фондовою біржею. Членами фондової біржі можуть бути:

- маркет-мейкер;
- учасник біржових торгів;
- уповноважений представник учасника біржових торгів;
- брокерські компанії;
- дилерські компанії.

Усі операції на фондовій біржі поділяють на: касові (спотові) та строкові.

ТЕМА 12. УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Питання до теми:

12.1. Оцінка інвестицій в цінні папери:

12.1.1. Оцінка акцій

12.1.2. Оцінка боргових цінних паперів (облігацій)

12.1.3. Оцінка ефективності інвестицій у вексель

12.2. Методи формування портфелю цінних паперів

12.1. Оцінка інвестицій в цінні папери

Грошовий потік від простих чи привілейованих акцій вимірюється щорічним дивідендом та приростом ціни акції. Грошовий потік від облігацій чи довгострокових цінних паперів, які випускаються одержувачем позики, складається з суми доходу, яку одержує покупець облігацій за рік.

Техніка визначення курсової вартості передбачає три дії:

- 1) визначається потік доходів, що очікується за цінним папером;
 - 2) знаходиться дисконтована (теперішня) вартість розміру кожного платежу за папером;
 - 3) дисконтовані вартості додаються.
- Ця сума і є курсовою вартістю цінного паперу.

12.1.1. Оцінка акцій

Моделі оцінки вартості акцій базуються на використанні таких показників, як:

- вид акції - проста чи привілейована;
- сума дивідендів, яка очікується в конкретному періоді;
- очікувана курсова ціна акції наприкінці періоду її реалізації;
- очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма дохідності) за акціями;
- кількість періодів використання акції.

Для інвесторів важливим є визначення вартості простих акцій, оскільки вони не мають гарантованого рівня доходів. Як відомо, доходами за акціями є дивіденди та капітальний приріст вартості акцій. Майбутні грошові потоки за простими акціями можуть складатися із суми нарахованих дивідендів (якщо ці цінні папери будуть використовуватись протягом невизначеного періоду) та із суми нарахованих дивідендів і прогнозованої вартості реалізації фондового інструменту (якщо вони будуть використовуватись протягом заздалегідь обумовленого періоду).

На практиці існують такі моделі оцінки вартості акцій.

1) Оцінка акцій з постійними дивідендами.

$$P_0 = D / K_s \quad (12.1)$$

де D - річний дивіденд;

K_s - ставка дохідності акції.

2) Оцінка акцій з постійним приростом дивідендів (Модель Гордона):

$$P_o = D_1 / (K_s - g), \quad (12.2)$$

де D_1 - сподівані дивіденди на акцію через рік;

g - темп приросту дивідендів.

3) Оцінка акцій з непостійним приростом дивідендів:

$$P_o = \sum \frac{D_n}{(1 + K_s)^n} \quad (12.3)$$

де D_n - сподіваний щорічний дивіденд на акцію.

Для аналізу ефективності вкладень інвестора в покупку акцій можуть використовуватися такі види дохідності:

- ставка дивіденду;
- поточна дохідність акції для інвестора (рендит);
- поточна ринкова;
- кінцева;
- сукупна.

Ставка дивіденду (d_c) визначається за формулою:

$$d_c = \frac{D}{N} \cdot 100\% \quad (12.4)$$

де D - розмір річних дивідендів, що виплачуються, грн.;

N - номінальна ціна акції, грн.

Часто на практиці ставка дивіденду використовується для оголошення річних дивідендів. Поточна дохідність акції для інвестора - *рендит* (d_r) визначається за формулою:

$$d_r = \frac{D}{P} 100\%, \quad (12.5)$$

де P - ціна придбання акції, грн.

Поточна ринкова дохідність (d_p) визначається співвідношенням розміру дивідендів, що виплачуються, до поточної ринкової ціни акції:

$$d_p = \frac{D}{P_o} 100\% \quad (12.6)$$

де P_0 - поточна ринкова ціна акції, грн.

Кінцева дохідність акції (d_k) може бути визначена таким чином:

$$d_k = \frac{\bar{D} + \frac{\Delta P}{n}}{P} 100\% \quad (12.7)$$

де D - розмір дивідендів, виплачених в середньому за рік, грн.;

ΔP - приріст або збиток капіталу інвестора, що дорівнює різниці між ціною продажу та ціною придбання акції, грн.;

n - кількість років, протягом яких інвестор володів акціями.

Узагальнюючим показником ефективності вкладень інвестора в покупку акцій є *сукупна дохідність* (d_c), яка визначається за формулою:

$$d_c = \frac{\sum_{i=1}^n D_i + \Delta P}{P} 100\% \quad (12.8)$$

де D_i - розмір дивідендів, виплачених в i -тому році, грн.

Кінцева та сукупна доходности можуть використовуватися в тому випадку, якщо інвестор продав акцію або планує її продати за ціною, відомою йому.

У випадку, коли інвестор не бажає отримувати поточних доходів у вигляді дивідендів, він отримує дохід від приросту курсової вартості акцій.

Таким чином, дохідність (річна) буде визначатися за такою формулою:

$$d = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \cdot \frac{365}{t} \cdot 100\% \quad (12.9)$$

де P_0 - ціна покупки акції, в процентах до номіналу, або грн.; P_1 - ціна продажу акції, в процентах до номіналу, або грн.;

t - кількість днів з дня покупки до продажу акцій.

12.1.2. Оцінка боргових цінних паперів (облігацій)

Основними параметрами боргових цінних паперів (насамперед облігацій) є номінальна ціна, терміни сплати основного боргу, норма доходу, термін та порядок сплати відсотків.

Номинальна ціна (вартість) - це ціна боргового цінного паперу на час його погашення.

Термін сплати основного боргу (термін погашення) - це дата, коли той, хто випускає цінні папери, має повернути інвестору їх повну (номинальну) вартість.

Норма дохідності - це розмір відсотку, що сплачується, або це купонна ставка, яку позначено на купонному листі.

Термін та порядок сплати відсотків визначає регулярність їх сплати протягом року.

Ринкова вартість відсоткової облигації (PV) визначається за формулою:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{D_0}{(1+r)^t} + \frac{N_0}{(1+r)^n} \quad (12.10)$$

де D_0 - сума відсотків за облигацією за кожен рік;

N_0 - номинальна вартість облигації;

r - середня ставка дохідності на ринку або дисконтна ставка;

n - кількість періодів, які залишилися до погашення облигації.

Ринкова вартість *безвідсоткової облигації* визначається за формулою:

$$PV = \frac{N_0}{(1+r)^n} \quad (12.11)$$

Для оцінки облигацій інвесторами можуть використовуватися такі види дохідності:

1. *Купонна дохідність* (d_k):

$$d_k = \frac{D}{N} \cdot 100\% \quad (12.12)$$

де D - річний купонний дохід, грн.;

N - номинальна вартість облигації, грн.

2. *Поточна дохідність* (d_p):

$$d_p = \frac{D}{PV_0} \cdot 100\% \quad (12.13)$$

де PV_0 - ціна, за якою була придбана облигація інвестором, грн.

3. *Кінцева дохідність* (d_k):

$$d_n = \frac{(D \pm \Delta PV) / n}{PV_0} \cdot 100 \% \quad (12.14)$$

де DPV - приріст або збиток капіталу, який дорівнює різниці між ціною реалізації (номіналом) та ціною купівлі облігації інвестором, грн.;

n - кількість років обігу облігації.

4. Для облігацій з нульовим купоном дохідність (d) визначається за такою формулою:

$$d = \frac{PV_i - PV_o}{PV_o} \cdot \frac{365}{t} \quad (12.15)$$

де PV_0 - ціна купівлі облігацій, в процентах до номіналу, або в грн.;

PV_i - ціна продажу облігацій, в процентах до номіналу, або в грн.;

t - кількість днів з дня купівлі до продажу облігацій.

5. *Розрахунок очікуваної прибутковості за облігаціями* (R_0):

$$R_0 = \left(\frac{1}{\left(\frac{PV_i}{N} \right)^{\frac{1}{n}}} \right)^{-1} \quad (12.16)$$

12.1.3. Оцінка ефективності інвестицій у вексель

Для оцінки ефективності фінансових операцій із векселями використовують такі розрахунки:

1. *Сума процентів* - дохід (I_B) нараховується на основі річної процентної ставки на періоду обігу векселя за такою формулою:

$$I_B = \frac{i_B \cdot t \cdot P_H}{365} \quad (12.17)$$

де I_B - вексельний дохід, грн.;

i_B - річний відсоток по векселю, коефіцієнт;

t - кількість днів обігу векселя;

P_H - номінал векселя, грн.

2. *Дисконтний дохід* (I_d - різниця між номіналом векселя та дисконтною ціною (ціною придбання векселя) визначається за такою формулою:

$$I_d = P_H - P_{np}, \quad (12.18)$$

де P_{np} ціна придбання векселя.

3. *Дохідність векселя* (I_d) за строк позики визначається за формулою:

$$I_d = I_B / P_{np} \quad (12.19)$$

4. *Дохідність векселя за рік*:

$$I_{d/рік} = (I_B \cdot 365) / (t \cdot P_{np}), \quad (12.20)$$

де i - кількість днів обіг у векселя.

5. При продажу фінансового векселя на ринку цінних паперів до закінчення строку боргового зобов'язання дохід ділиться між продавцем та покупцем. Дохід, який одержить покупець ($I_{пок}$) розраховується за формулою:

$$I_{пок} = (i_r \cdot P_H \cdot t_i) \cdot 365 \quad (12.21)$$

де $I_{пок}$ - дохід покупця, грн.;

i_r - ринкова ставка на момент угоди за борговими зобов'язаннями такої строковості, яка залишилася до погашення векселя, грн.;

P_H - номінальна ціна векселя, грн.;

t_i - кількість днів до погашення векселя.

12.2. Методи формування портфеля цінних паперів

Портфель цінних паперів - це сукупність зібраних воедино різних фінансових інструментів для досягнення конкретної мети інвестора. Портфель може бути сформований із цінних паперів одного типу (наприклад, облігації) або різних інвестиційних цінностей (акції, облігації, депозитні сертифікати тощо).

Порівняно з портфелем реальних інвестиційних проектів, портфель цінних паперів має ряд позитивних моментів, а саме: можливість формування

портфелю з великої кількості фінансових інструментів; вища ліквідність; більша можливість бути керованим. Разом із тим, недоліками є: високий рівень ризику, бо існує не лише ризик на дохід, але й ризик на весь інвестований капітал; відсутність можливості впливати на рівень дохідності; низька інфляційна захищеність; обмежені можливості вибору окремих фінансових інструментів.

Основними *етапами формування портфеля* цінних паперів є:

- 1) вибір оптимального типу портфеля;
- 2) оцінка прийнятного співвідношення ризику та дохідності;
- 3) визначення початкового складу портфеля;
- 4) вибір схеми управління портфелем.

При формуванні портфеля цінних паперів важливе значення має:

- по-перше, тип портфеля. Наприклад, при формуванні агресивного (ризикованого) портфеля, який націлений, переважно, на отримання доходу від приросту курсової вартості цінних паперів (переважно акцій), у інвестора міра ризику найбільша. Отже, такий інвестор прагне отримати найбільшу дохідність у найризикованіші фінансові активи. При формуванні поміркованого (ринкового) портфеля дохід у інвестора буде складатися з приросту курсової вартості, відсотків за державними цінними паперами, а також із дивідендних виплат. Консервативний портфель формується, переважно, з державних облігацій. Інвестор, який формує такий портфель, зацікавлений в отриманні стабільного доходу протягом тривалого часу, який компенсується високою надійністю. '

- по-друге, диверсифікація фондових інструментів. Така диверсифікація може мати галузевий чи регіональний характер, а також проводиться за різними емітентами однієї галузі.

- по-третє, необхідність забезпечення високої ліквідності портфеля. Така необхідність виникає у випадку, коли інвестор формує портфель цінних паперів з метою захисту інвестиційних ресурсів від інфляції та подальшого їх реінвестування в реальні інвестиційні проекти.

- по-четверте, необхідність забезпечення участі в керуванні акціонерними підприємствами. Така необхідність виникає лише в тому випадку, якщо основною метою інвестора є формування пакету акцій, які дадуть йому можливість керувати підприємством.

- по-п'яте, рівень оподаткування доходу за окремими фінансовими інструментами. На відміну від акцій, за якими ставки оподаткування доходу є незмінними, по облігаціям, зокрема, державним, можуть встановлюватися певні податкові пільги. Наявність таких податкових пільг може бути достатнім додатковим стимулом для введення окремих інструментів цього виду до складу портфеля, що формується.

Сформований з урахуванням цих факторів портфель цінних паперів має бути оціненим у сукупності за критеріями дохідності, ризику та ліквідності для того, щоб бути упевненим, що він за своїми параметрами відповідає такому типу портфеля, який визначений цілями його формування.

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Аналіз і розробка інвестиційних проектів: Навчальний посібник/ І.І. Цигилик, С.О. Кропельницька та ін. – К.: ЦНЛ, 2005. – 160 с.
2. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП “ИТЕМ ЛТД”, 1995. – 447 с.
3. Верба В.А., Загородніх О.А. Проектний аналіз. К.: КНЕУ, 2000. – 322 с.
4. Данілов О.Д., Івашина Г.М., Чумаченко О.Г. Інвестування: Навчальний посібник. – К.: Вид-во “Комп’ютертехніка”, 2001. – 364 с.
5. Доунс Дж., Гурман Дж. Финансово-инвестиционный словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. – XXII, 586 с.
6. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – Львів: Вид-во “Центр Європи”, 1997. – 576 с.
7. Книш М.І., Перекатов Б.А. Стратегічне планування інвестиційної діяльності. Навчальний посібник. – Спб.: “Бізнес-Преса”, 1998.
8. Ковалёв В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 248 с.
9. Мазур И.И., Шاپирко В.Д., Ольдерогге Н.Г. Управление проектами. Учебное пособие/ Под общ. ред. И.И. Мазура. – 2-е изд. – М.: Омега – Л, 2004. – 664 с.
10. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: Навчальний посібник. – К.: ЦНЛ, 2004. – 376 с.
11. Москвін С.О. Проектний аналіз. – К.: Лібра, 1998. – 337 с.
12. Пересада А.А. та ін. Інвестування: Навч.-метод. посібник для самостійного вивчення дисципліни. – К.: КНЕУ, 2001. – 251 с.
13. Пересада А.А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 1998. – 392с.
14. Рогач О.І. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій. Підручник для студентів економічних спеціальностей. – К.: Либідь, 2005. – 718 с.

15. Федоренко В.Г. Інвестиційний менеджмент. – К.: МАУП, 1999. – 184с.
16. Федоренко В.Г. Інвестознавство: Підручник, 2-ге вид., переобл. – К.: МАУП, 2002. – 408 с.
17. Ходаківська В.П. Ринок фінансових послуг. Навчальний посібник. – К.: ЦУЛ, 2002.
18. Череп А.В. Інвестознавство: Підручник. – К.: Кондор, 2006. – 398 с.
19. Шевчук В.П., Рогожин П.С. Основи інвестиційної діяльності. – К.: Генеза, 1997. – 384 с.
20. Щукін Б.М. Інвестування: Курс лекцій. – К.: МАУП, 2004, - 216 с.
21. Верховна Рада: база даних по законодавству України [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
22. Кабінет міністрів України [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua>.
23. Офіційний бюлетень поточного законодавства України [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.gdo.gov.ua>.
24. Українське законодавство та правові інформаційні ресурси [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.liga.net>.
25. Податкове законодавство [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.sta.gov.ua>.
26. Інформація про зовнішньоекономічне та митне законодавство України [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.r-e-d.info>.
27. База нормативних актів України [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.nau.ldev.ua>.
28. Міністерство фінансів України [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.
29. Український фінансовий портал [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.fmance.com.ua>.
30. Міжнародний центр перспективних досліджень [Електроний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.icps.gov.ua>.
31. Національна бібліотека ім. В.І. Вернадського [Електроний ресурс]. –

2012. – Режим доступу: <http://www.vv.nbu.gov.ua>.
32. Електронна науково-технічна бібліотека ім. Г.І. Денисенка НТУУ «КПІ» [Електронний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.library.ntu-kpi.kiev.ua>.
33. Економічна бібліотека [Електронний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.economics.com.ua>.
34. Економіка, соціологія, менеджмент: освітній портал [Електронний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.ecsoman.edu.ru>.
35. Бібліотека економічної та ділової літератури [Електронний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.ek-lit.agava.ru/books.htm>feco.
36. Менеджмент, методологія та практика: освітній портал [Електронний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.management.com.ua>.
37. Економічні науки: освітній портал [Електронний ресурс]. – 2012. – Режим доступу: <http://www.aup.ru>.