

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА

Т. В. Майорова

ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ

ПІДРУЧНИК

*Затверджено
Міністерством освіти і науки України
як підручник для студентів
вищих навчальних закладів*

Київ
“Центр учбової літератури”
2009

ББК 65.9(2)0-56я73
УДК 330.322(075.8)
М 14

*Гриф надано
Міністерством освіти і науки України
(Лист № 1.4/18-Г-2041 від 09.09.2008)*

Рецензенти:

Войнаренко М. П. – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри маркетингу, проректор з науково-педагогічної роботи Хмельницького національного університету

Пересада А. А. – доктор економічних наук, професор кафедри банківських інвестицій ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

Т. В. Майорова, Інвестиційна діяльність: *підруч. [для студ. вищ. навч. М 14 закл.]*/ [Т. В. Майорова]; – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.– ISBN 978-966-364-883-5

У підручнику «Інвестиційна діяльність» автором висвітлюються найсуттєвіші характеристики процесу інвестування у національній економічній системі.

Розглядаються методологічні основи інвестування; структура інвестиційного ринку; специфіка фінансових, реальних, інноваційних та іноземних інвестицій; зміст та етапи розробки інвестиційних проєктів, а також методи їх оцінки; методи та вартість фінансового забезпечення інвестиційної діяльності; макроекономічне регулювання економіки інвестиційних процесів.

Підручник значно розширює поле вітчизняних економічних досліджень, формує базу для подальшого поглибленого вивчення складних явищ в інвестиційній сфері, і тому, без сумніву, буде корисним для викладачів та студентів, а також зацікавить науковців та практиків.

**ББК 65.9(2)0-56я73
УДК 330.322(075.8)**

ISBN 978-966-364-883-5

© Майорова Т. В., 2009.
© Центр учбової літератури, 2009.

ВСТУП

У сучасних умовах Україна постала перед об'єктивною необхідністю активізації інвестиційного процесу. Структурне та якісне оновлення виробництва та створення ринкової інфраструктури відбуваються майже повністю шляхом і за рахунок інвестування. Чим масштабніші обсяги та вища ефективність інвестицій, тим швидше відбувається відтворювальний процес, здійснюються позитивні ринкові перетворення. З іншого боку, недостатнє інвестування веде до втрати конкурентоспроможності національної економіки, занепаду основного капіталу, спаду виробництва та збільшення собівартості продукції, що, своєю чергою, обумовлює загострення проблеми інвестиційних ресурсів, відтак – скорочення інвестиційної активності.

Річні обсяги інвестицій у вітчизняну економіку досі залишаються на низькому рівні через несприятливий інвестиційний клімат, що пояснюється недосконалою законодавчою базою, нерозвиненими фондовим ринком та фінансово-кредитною системою, високим податковим тиском, неефективним використанням амортизаційних відрахувань, а також низьким рівнем трансформації заощаджень населення до інвестування, що призводить до відпливу вітчизняних капіталів за кордон та не сприяє залученню іноземних інвестицій в економіку країни.

З огляду на це, інвестиційний процес потребує постійного поглибленого дослідження, насамперед, з питань обґрунтування інвестиційної стратегії, виборі ефективних форм та напрямів інвестування, а також пошуку нових шляхів активізації інвестиційної діяльності в умовах розвитку конкурентоспроможної економіки.

В основу підручника «Інвестиційна діяльність» закладений зміст дисципліни «Інвестування», яка є базовою для підготовки бакалаврів з економіки та підприємництва. Метою підручника є: ознайомити читачів із сутністю та теоретичними засадами інвестиційної діяльності; навчити правильно застосовувати методичний інвестиційний інструментарій; сформувати теоретичну та методологічну базу, необхідну для подальшого оволодіння практикою фінансового, реального, інноваційного та іноземного інвестування; виробити вміння опрацьовувати та аналізувати доцільність реалізації інвестиційних проєктів в умовах невизначеності; правильно визначати методи фінансування інвестиційної діяльності та напрями державного регулювання інвестиційної діяльності.

У новому виданні підручника узагальнені та використані новітні наукові та практичні доробки вітчизняних та іноземних фахівців, а також особисті результати досліджень автора з питань обґрунтування ефективності інвестиційної діяльності, вартості інвестиційних ресурсів, джерел фінансування інвестиційно-інноваційних проєктів, фінансово-кредитних важелів активізації інвестиційного процесу тощо. Матеріал підручника поданий у формі стислого викладу тематичного матеріалу, містить контрольні запитання, а в кінці кожної теми наводиться список використаних джерел та перелік корисних посилань (інтернет-сайтів) з питань, що розглядаються.

Автор сподівається, що підручник буде корисним як для студентів економічних спеціальностей, так і інших суб'єктів господарювання, які активно беруть участь у реалізації інвестиційного процесу.

ТЕМА 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

1.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ

Світовий досвід свідчить, що країни не в змозі розвивати свою економіку без залучення та ефективного використання інвестицій. Акумуляуючи приватний, державний або іноземний капітал, забезпечуючи доступ до сучасних технологій та менеджменту, інвестиції не тільки сприяють формуванню національних інвестиційних ринків, але й поживляють ринки товарів та послуг. Крім того, інвестиції, зазвичай, сприяють заходам макроекономічної стабілізації та дозволяють вирішувати соціальні проблеми трансформаційного періоду.

Дослідження інвестиційної сфери економіки завжди перебувало в центрі уваги економічної думки. Це обумовлено тим, що категорія інвестицій є базовим елементом повсякденної господарської діяльності суб'єктів ринку та процесу економічного зростання держав світу.

У науковій літературі під інвестиціями традиційно прийнято розуміти здійснення певних економічних проєктів у теперішній час, щоб в майбутньому одержати доходи. Такий підхід до розуміння інвестицій є домінуючим, як у вітчизняній, так і в закордонній економічній літературі.

Водночас поняття «*інвестиції*» є занадто всебічним, щоб дати йому єдине та вичерпне визначення. У різних розділах економічної науки та різних галузях практичної діяльності його тлумачення має свої особливості.

Наприклад, у макроекономіці інвестиції визначають як частину сукупних витрат, що складається з витрат на нові засоби виробництва, житло або збільшення товарних запасів. Таким чином, інвестиції – це частина валового внутрішнього продукту, яка не спожита у поточному періоді, а забезпечує приріст капіталу в економіці країни у майбутньому.

Мікроекономіка розглядає інвестиції як процес створення нового капіталу (у т. ч. засоби виробництва і людський капітал), а в теорії фінансів під інвестиціями розуміють придбання реальних чи фінансових активів з метою отримання прибутку.

На відміну від бухгалтерського обліку, історія якого нараховує не одне тисячоліття, інвестування як самостійна наука сформувалась відносно недавно. Окремі розробки з теорії велись ще до другої світової війни. Проте вважається, що початком цього процесу була перша половина 50-х років, коли М. Марковіц у своїх роботах заклав основи сучасної теорії інвестицій-

ного портфеля [13]¹. Таким чином, власне, була викладена методологія прийняття рішень в галузі інвестування, а також був запропонований відповідний науковий інструментарій.

Подальшого розвитку теорія набула у дослідженнях, присвячених цінним паперам, створенню концепції ефективності ринку капіталу, моделям оцінки ризику та дохідності та їх емпіричному підтвердженні, розробці нових фінансових інструментів тощо.

Варто зауважити, що формування західної наукової думки щодо інвестування здійснювалось на основі вчення про фінанси. Саме в рамках теорії фінансів сформувалась прикладна дисципліна "інвестиційний менеджмент" як наука, яка присвячена методології та техніці управління інвестиціями компанії, та яка поєднує три взаємопов'язаних напрями, що складають серцевину процесу управління інвестиціями компанії:

- ❖ інвестиційна політика (тобто дії, пов'язані з розміщенням інвестиційних ресурсів);
- ❖ управління джерелами коштів (тобто – звідки брати кошти і якою повинна бути оптимальна структура джерел фінансування);
- ❖ дивідендна політика (в яких обсягах та в якому вигляді виплачувати дивіденди).

У другій половині 50-х років починають проводитися інтенсивні дослідження щодо теорії структури капіталу та ціни джерел фінансування, а також щодо вибору інвестиційної політики. Є загальновизнаним, що основний внесок розробку у цих питань зробили Ф. Модільяні та М. Міллер у 1958 році, які дослідили проблеми витрат фінансового ринку загалом, а також поставили під сумнів поняття, що борг є дешевшим власного капіталу [14], а також Вільям Шарп, який вперше в 1964 році сформулював модель оцінки капітальних активів (МОКА) [15, 16].

Вагомість цих розробок для розвитку сучасної теорії економіки, фінансів та інвестування підкреслює Нобелівська премія з економіки, яку отримали М. Марковіц, Ф. Модільяні, М. Міллер та Вільям Шарп.

Поняття «інвестиція» походить від латинського терміна *invest*, що означає «одягати». У широкому розумінні цієї категорії інвестиції є вкладанням капіталу з метою його майбутнього зростання. При цьому приріст капіталу повинен бути достатнім, щоб компенсувати інвестору відмову від використання ним наявних коштів на споживання в поточному періоді, одержати винагороду за ризик, відшкодувати втрати від інфляції у майбутньому періоді.

У рамках цього уявлення існує багато модифікацій поняття «інвестицій», поява яких обумовлена специфікою та традиціями різних економічних шкіл та течій. Так, відповідно до австрійської школи «граничної кориснос-

¹ Тут і далі список використаних джерел подається в кінці кожної теми

ті», інвестиції трактуються як обмін задоволення потреб сьогодні на задоволення їх у майбутньому.

Французький економіст П. Массе писав, що інвестування є актом обміну задоволення сьогоднішньої потреби на очікуване задоволення їх у майбутньому за допомогою інвестиційних благ [10]. Таке визначення має суто психологічний підхід: передбачаються наміри, згода не задовольняти потреби сьогодні у сподіванні одержати в майбутньому блага та послуги, які переважають вкладені за ціною.

Найбільш чітко виявлена сутнісна характеристика інвестицій та їх подвійність у працях Дж. Кейнса: з одного боку, він бачить в них розмір акумульованого доходу з метою накопичення та обсяг ресурсів, тобто потенційний інвестиційний попит. З іншого боку, інвестиції мають форму вкладень (витрат), які визначають приріст вартості капітального майна, тобто як реалізовані попит та пропозиція. Крім того, Дж. Кейнс трактував інвестиції як «поточний приріст цінностей капітального майна внаслідок виробничої діяльності певного періоду». Це «... та частина доходу за певний період, яка не була використана для споживання» [12].

У сучасній економічній літературі термін «інвестиції», зазвичай, трактується як будь-яке вкладання коштів, яке може і не призводити до зростання капіталу чи одержання прибутку. Досить часто до інвестицій відносять так звані споживчі інвестиції, тобто придбання предметів тривалого користування, що за своєю економічною суттю не можуть належати до інвестицій. При цьому варто зазначити, що інвестування капіталу може здійснюватись не лише у грошовій формі, але й у форі рухомого (нерухомого) майна, різноманітних фінансових інструментів (цінних паперів), нематеріальних активів.

Різниця в наведених вище визначеннях, яка видається, на перший погляд, істотною, однак не заважає виокремити їх спільну основу: *інвестиціями вважаються витрати, які здійснюються в поточний період для отримання певного результату в майбутньому.*

Теоретичне пізнання категорії інвестицій знайшло своє відображення і в нормативних актах, зокрема, у Законах України «Про інвестиційну діяльність» [1] та «Про оподаткування прибутку підприємств» [2]. Проте, варто зазначити, що в цих Законах у визначення «інвестиція» вкладається різне тлумачення.

Так, в Законі «Про інвестиційну діяльність» визначено, що інвестиціями є усі 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 та нерухоме майно;
- майнові права, що впливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної інформації, навичок та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва;
- права користування землею та інші цінності.

Таке визначення має синтетичний характер зазначеної категорії. По-перше, в ньому врахований динамізм інвестицій, тобто розкривається взаємозв'язок, процес перетворення інвестиційних ресурсів у вкладення, витрати, і, по-друге, наведена широка класифікація інвестицій.

У Законі України «Про оподаткування прибутку підприємств», *інвестиція* – це господарська операція, яка передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав та цінних паперів в обмін на кошти або майно. Інвестиції поділяють на капітальні, фінансові та реінвестиції.

З таким визначенням погодитися неможливо, бо тут має місце спрощене трактування інвестицій як господарської операції: по-перше, інвестиції – це не обмін активів на кошти або майно, а навпаки – вкладання коштів у фінансові, матеріальні та нематеріальні активи; по-друге, інвестиція – це не господарська операція, а капітал, кошти, які вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності; і по-третє, в визначенні немає мети, заради чого здійснюється інвестування. Адже інвестиційна діяльність відрізняється від фінансової та господарської лише тим, що інвестор не просто здобуває активи, а обирає лише ті, які в майбутньому обов'язково принесуть йому доходи.

На нашу думку, поняття «інвестиції» необхідно розглядати з двох боків – майнового та витратного підходу.

Так, з позицій майнового аспекту, під інвестиціями слід розуміти перетворення абстрактного (грошового, фінансового, матеріального чи нематеріального) капіталу в майнову спроможну вартість. Цей процес називають процесом використання капіталу, а з позицій бухгалтерського балансу це має такий вигляд (див. рис. 1. 1.).

Із рисунка видно, що баланс містить інвестиційну сферу та сферу капіталу, іншими словами, майнове визначення інвестицій дає можливість точно визначити процес походження інвестиційного капіталу та напрями його вкладання (розміщення).

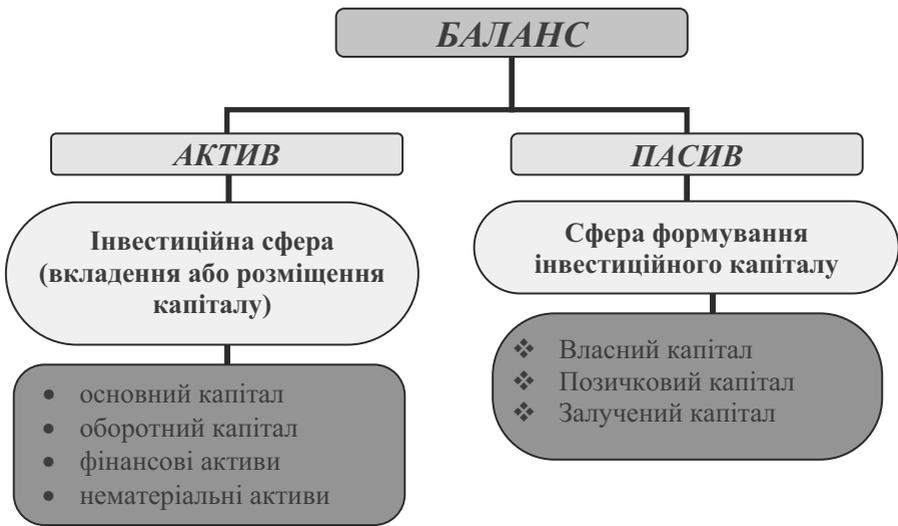


Рис. 1.1. Формування та використання інвестиційного капіталу

Існує також поняття інвестицій, яке базується на виробничих витратах. Його вперше ввів в економічну науку німецький вчений Еріх Шнайдер у 1973 році у своїй роботі «Господарський розрахунок. Теорія інвестицій» [17], де автор детально виводить взаємозв'язок, з одного боку, між інвестиціями та рухом розрахунків, з іншого – між інвестиціями та фінансами.

Виходячи з теоретичного міркування, що виробничий процес потребує участі виробничих факторів, які через комбінацію знову утворюють нові якості, приходимо до висновку, що «...проведення виробничого процесу супроводжується рухом платежів, які будуть інвестовані (одягнені) через покупку засобів виробництва» [18, с. 78]. Отже, рух платежів з'єднує інвестиційний та виробничий процеси.

Слід зазначити, що ані виробничий, ані інвестиційний процеси самостійно існувати не можуть. Адже, з одного боку інвестиції дають можливість здійснити власне процес виробництва, а з іншого, результати виробничого процесу впливають на процес накопичення, тобто на можливості подальшого інвестування.

У цьому контексті головним є те, що взаємозв'язок між виробництвом та інвестиціями здійснюється через фінансові відносини. Тобто інвестиції не можуть існувати поза фінансових процесів, адже вони є їх логічним продовженням.

Фінансовий процес характеризується платіжним рухом, який починається з надходжень (передумова формування інвестиційного капіталу), сво-

єю чергою, інвестиції характеризуються рухом платежів, які починаються з витрат (вкладення капіталу заради одержання фінансового результату – прибутку).

Таким чином, витратне визначення поняття інвестицій дає можливість не лише більш ґрунтовно дослідити внутрішню природу процесу інвестування, але й простежити взаємозв'язок між інвестиціями та основними економічними категоріями, такими як виробництво, фінанси, розрахунки, доходи та витрати.

Проаналізувавши теоретичні погляди на сутність інвестицій, зробимо висновок, що інвестиції – це складне та змістовне поняття, що інтегрує в собі різні економічні процеси, які впливають на виробництво, розподіл, обмін та споживання, тобто вони є фундаментальною основою суспільного відтворення.

1.2. КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ

З метою більш детального вивчення змісту інвестицій, їх класифікують за такими ознаками:

За об'єктами вкладання коштів (майна) розрізняють інвестиції реальні та фінансові. Під *реальними інвестиціями* розуміють вкладення коштів (майна) у реальні активи – матеріальні та нематеріальні (інновації). *Фінансові інвестиції* – це вкладення коштів у фінансові інструменти (активи), переважно цінні папери.

За характером участі у справах підприємства розрізняють прямі та портфельні інвестиції. *Пряма інвестиція* – це господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного капіталу (фонду) юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою. До прямих інвестицій можна віднести і безпосереднє внесення будь-яких цінностей на основі договору інвестицій. До прямих належать такі інвестиції, що формують більше 10–25 % капіталу фірми та дають право на участь в управлінні підприємством. *Портфельні інвестиції* – це господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за грошові кошти на фондовому ринку. Основною ознакою портфельних інвестицій є те, що інвестор не має права на участь в управлінні підприємством, а такі інвестиції передбачають лише одержання інвестором дивідендів на акції підприємства або інші цінні папери.

За періодом інвестування інвестиції поділяють на короткострокові та довгострокові. *Короткострокові інвестиції* – це інвестиції, на період до одного року. До них належать інвестиції в короткострокові депозитні вклади, державні та корпоративні облігації із строком погашення до 1 року та інші фінансові активи. *Довгострокові інвестиції* – це інвестиції, на період більше одного року, зокрема, це вкладення в основне виробництво, інноваційну діяльність, цінні папери строком погашення більше 1 року тощо.

За формами власності інвесторів інвестиції поділяють на приватні, державні, іноземні та спільні. *Приватні інвестиції* здійснюють фізичні особи або юридичні особи недержавної форми власності, *державні* – державні та місцеві органи влади, державні підприємства, установи з бюджетних фондів, *іноземні* – фізичні та юридичні особи іноземних держав, *спільні* – інвестиції реалізовані спільно приватними та/або державними вітчизняними й іноземними суб'єктами інвестиційної діяльності.

За регіональною ознакою інвестиції поділяють на *внутрішні інвестиції*, які здійснюють в об'єкти інвестування в межах держави, та *зовнішні* – поза її межами.

Наведена класифікація інвестицій відображає найбільш суттєві їх ознаки, а за необхідності вона може бути поглиблена залежно від підприємницької або дослідницької мети, див. табл. 1.1.

Таблиця 1.1.

Класифікація інвестицій за додатковими ознаками

| | |
|---|--|
| За розміром інвестицій | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Великі ❖ Традиційні ❖ Дрібні |
| За цілями інвестування | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Спрямовані на скорочення витрат ❖ З метою одержання доходу від розширення діяльності ❖ З метою підвищення вартості бізнесу ❖ Які сприяють виходу на нові ринки збуту ❖ Спрямовані на диверсифікацію бізнесу ❖ Які здійснюються з метою зниження ризику виробництва та збуту ❖ З метою одержання соціального чи екологічного ефекту ❖ Досягнення науково-технічного ефекту |
| Залежно від вибору інвестиційної стратегії | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Пасивні – ті, що вкладаються в пасивну частину активів (будинки, споруди) ❖ Активні – вкладені в активну частину активів |

| | |
|--|--|
| За періодичністю вкладень | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Ординарні, якщо інвестиції вкладені одноразово чи протягом кількох послідовних базових періодів, а потім відбувається приплив коштів ❖ Неординарні, коли інвестиційні вкладення чергуються з припливами коштів у будь-якій послідовності |
| За характером взаємозв'язків | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Незалежні інвестиції, коли рішення про здійснення одного проекту не впливає на рішення про прийняття іншого ❖ Залежні – у випадку, коли реалізація одного проекту залежить від реалізації іншого ❖ Альтернативні ❖ Взаємовиключні ❖ Комплементарні, коли прийняття нового проекту сприяє зростанню доходів по одному чи кільком іншим ❖ Інвестиції, пов'язані між собою відносинами заміщення, – прийняття нового проекту призводить до деякого зниження доходів по одному чи декільком діючим проектам |
| За характером і періодичністю доходу | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Регулярні, коли за одноразовим інвестиційним відтоком відбуваються послідовні позитивні припливи ❖ Нерегулярні, що припускають негативні і позитивні компоненти ❖ Ануїтетні – ті, що забезпечують рівновеликі, рівновіддалені один від одного за часом доходи ❖ Консервативні – безризикові вкладення, що забезпечують стабільний дохід і високу ліквідність інвестицій ❖ Венчурні – ризиковані інвестиції, що забезпечують, зазвичай, високий дохід |
| За сферами впровадження | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Інвестиції в матеріальне виробництво ❖ Інвестиції в соціальну сферу ❖ Інвестиції, пов'язані з реалізацією екологічних проектів ❖ Науково-технічні інвестиції ❖ Інвестиції в сферу культури і мистецтва |
| За причинами, що зумовлюють необхідність інвестицій | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Початкові інвестиції, що направляються на освоєння нових видів діяльності ❖ Інвестиції на відновлення наявної матеріально-технічної бази ❖ Інвестиції, пов'язані з нарощуванням обсягів господарської діяльності |

1.3. ОСНОВНІ ПОНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Здійснення витрат у поточний період передбачає набуття суб'єктом інвестування певних інвестиційних об'єктів, використання яких дозволяє отримати вигоди у майбутньому. Цей процес відображається поняттям «інвестиційна діяльність», особливості якого значною мірою зумовлені характером діяльності суб'єктів господарювання.

Інвестиційна діяльність (інвестування) – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб та держави щодо реалізації інвестицій. Вона здійснюється на основі:

- інвестування, яке здійснюється громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, а також громадськими та релігійними організаціями;
- державного інвестування, яке здійснюється органами влади та управління України, а також державними підприємствами та установами;
- іноземного інвестування, яке здійснюється іноземними державами, юридичними та фізичними особами;
- спільного інвестування, яке здійснюється громадянами та юридичними особами України та інших держав.

Відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності [8], поняття «інвестиційної діяльності» визначається ширше. Це діяльність, пов'язана з придбанням і реалізацією необоротних активів, а також із здійсненням фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів. Отже, крім придбання основних засобів, нематеріальних активів, акцій, облігацій, цілісних майнових комплексів тощо, до інвестиційної діяльності належать надходження грошових коштів у вигляді відсотків за аванси грошовими коштами та позики, надані іншим суб'єктом господарювання, а також грошові надходження у формі дивідендів, від повернення позик, від ф'ючерсних і форвардних контрактів, опціонів, а також виплати коштів за такими контрактами (за винятком тих контрактів, які укладаються для основної діяльності підприємства). Проте, на нашу думку, такі грошові надходження не мають прямого, а лише певне опосередковане відношення до інвестиційної діяльності як такої.

Об'єктивною основою інвестиційної діяльності є інвестиційні цикли. *Інвестиційний цикл* – це процес, який реалізується протягом часу здійснення інвестицій. Він визначається часом між моментом формування інвестиційних намірів до моменту виходу зданих у експлуатацію об'єктів на проектні техніко-економічні показники.

Інвестиційні цикли тісно пов'язані із життєвим циклом підприємства, бо жодне підприємство не може існувати без інвестиційних вкладень. Можливий графік життєвого циклу підприємства в координатах часу та інвестиційного капіталу наведений на рис. 1.2.

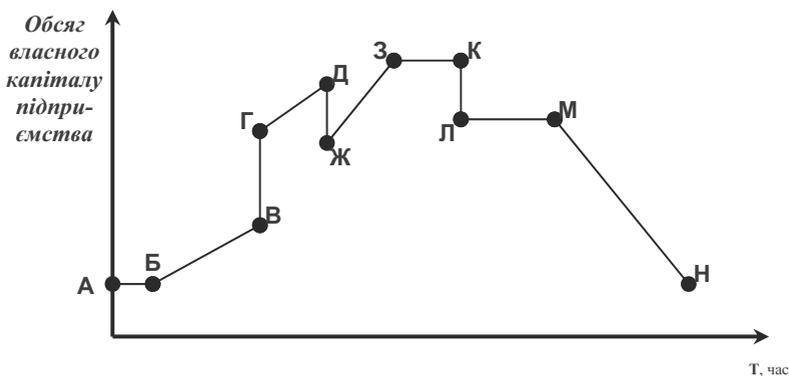


Рис. 1.2. Етапи інвестиційної діяльності підприємства

На графіку наведені такі типові етапи інвестиційної діяльності підприємств:

- 1) формування початкового капіталу (точка А);
- 2) просте відтворення капіталу підприємства (відрізки АБ, ЗК, ЛМ);
- 3) розширене відтворення капіталу підприємства (відрізки БВ, ГД, ЖЗ);
- 4) залучення підприємством зовнішніх інвестицій (відрізок ВГ);
- 5) ведення підприємством зовнішньої інвестиційної діяльності (відрізки ДЖ, КЛ);
- 6) скорочене відтворення (відрізок ЛМ);
- 7) потреба в виробничому переоснащенні підприємства, значних зовнішніх інвестиціях (точка Н).

На рис. 1.2. ми спостерігаємо певний циклічний та мінливий процес розвитку підприємства, пов'язаний з інвестиційною діяльністю підприємства.

Різноманітність видів інвестиційних циклів і їх складний взаємозв'язок зумовили широке використання на практиці та в наукових дослідженнях поняття «*інвестиційний процес*», стадіями якого є:

- ⇒ стратегічне планування інвестицій;
- ⇒ обґрунтування доцільності інвестицій;
- ⇒ проектування та ціноутворення;
- ⇒ фінансування інвестиційного процесу;
- ⇒ забезпечення інвестиційних заходів матеріально-технічними ресурсами;
- ⇒ освоєння інвестицій;
- ⇒ експлуатація інвестиційного об'єкту;
- ⇒ відшкодування вкладених інвестицій та отримання доходу.

Зазвичай інвестиційний процес розпочинається з мотивації інвестиційної діяльності. Основним мотивом такої діяльності є надлишок певних коштів у суб'єкта господарювання або приватної особи, яких не влашту-

ють відсотки за банківськими депозитами. Інвестор, що є власником цих нагромаджень (збережень), прагне придбати на інвестиційному ринку фінансові активи або інвестиційні товари (реальні активи), тобто здійснити інвестиції.

При виборі об'єкта інвестування здійснюється низка передінвестиційних досліджень: вивчаються всі інвестиційні ризики, проводяться маркетингові дослідження, оцінюються напрями інвестування. Обґрунтування доцільності інвестицій потребує розгляду якомога більшої кількості інвестиційних проектів із метою вибору найкращого. Часто у цій справі інвестору допомагають інші учасники (посередники) інвестиційного процесу.

Для інвестування, зазвичай, не вистачає власних коштів інвестора, і тому він прагне одержати позичковий, або залучений капітал, тобто використати інші джерела фінансування, крім власних. Визначення джерел фінансування (інвестиційних ресурсів), обґрунтування їх структури передую інвестуванню, воно необхідне для переконання і залучення до проекту інших учасників інвестиційного процесу.

Ресурсне забезпечення об'єкта інвестування здійснюється також за допомогою інших учасників інвестиційної діяльності, на контрактних засадах.

Освоєння інвестицій означає їх капіталізацію, тобто створення фінансових та реальних активів. Введенням в експлуатацію не закінчується реалізація інвестиційного проекту. В процесі експлуатації проект потребує нових інвестицій для підтримки виробництва і його розвитку, таким чином, знову починається процес передінвестиційних досліджень.

Строк інвестиційного процесу (від вибору об'єкта інвестування до отримання прибутку) залежить від виду інвестування та стратегічних цілей інвестора і може становити від декількох хвилин (купівля та продаж цінних паперів на електронних торгах через систему Інтернет) до десятків років (інноваційні інвестиції).

1.4. ОБ'ЄКТИ ТА СУБ'ЄКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Інвестиційний процес має всі ознаки системи: у ньому завжди наявний суб'єкт (інвестор), об'єкт (об'єкт інвестування), зв'язок між ними (інвестування з метою одержання інвестиційного доходу) та інвестиційний ринок, у якому вони існують. При цьому зв'язок є системоутворюючим фактором, оскільки поєднує всі інші елементи в єдине ціле.

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

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

(Детально об'єкти інвестиційної діяльності розглянуті автором у наступних темах підручника).

Суб'єктами (інвесторами та учасниками) інвестиційної діяльності можуть бути фізичні та юридичні особи України й іноземних держав, а також держави.

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

За своїм статусом інвестори можуть бути корпоративними, інституційними та індивідуальними.

Корпоративні інвестори – це, переважно, акціонерні товариства, а також підприємства інших форм власності, що мають вільні грошові кошти.

Інституційні інвестори – це портфельні інвестори, які формують інвестиційний портфель на підставі фундаментального прогнозу поведінки у довготерміновому та середньостроковому періодах. Зазвичай це фахівці, робота яких полягає в довірчому управлінні активами.

Інституційними інвесторами є банки, інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Індивідуальні (приватні) інвестори – це фізичні особи, які використовують свої нагромадження для інвестування. Індивідуальний інвестор найчастіше зацікавлений у тому, щоб вільні грошові кошти принесли дохід, що стане джерелом доходів при досягненні пенсійного віку або забезпечить фінансову стабільність його родині.

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

Законодавством визначені основні права суб'єктів інвестиційної діяльності. Зокрема, всі суб'єкти інвестиційної діяльності незалежно від форм власності та господарювання мають рівні права щодо здійснення інвестиційної діяльності. Інвестор самостійно визначає цілі, напрями, види та обся-

ги інвестицій, залучає для їх реалізації на договірній основі будь-яких учасників інвестиційної діяльності, у тому числі шляхом організації конкурсів і торгів. За рішенням інвестора права володіння, користування та розпорядження інвестиціями, а також результатами їх здійснення можуть бути передані іншим громадянам та юридичним особам у порядку, встановленому чинним законодавством. Взаємовідносини при такому передаванні прав регулюються ними самостійно на основі договорів.

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

Інвестор має право володіти, користуватися, розпоряджатися об'єктами та результатами інвестицій, у т. ч. реінвестиції та торговельні операції на території України, відповідно до законодавчих актів України. Крім того, він має право на придбання необхідного йому майна у громадян і юридичних осіб безпосередньо або через посередників за цінами та на умовах, що визначаються за домовленістю сторін.

Суб'єкти інвестиційної діяльності повинні виконувати такі обов'язки:

❖ **інвестор має:**

- ✓ подати фінансовим органам декларацію про обсяги та джерела здійснюваних ним інвестицій;
- ✓ одержати необхідний дозвіл або узгодження відповідних державних органів та спеціальних служб на капітальне будівництво;
- ✓ одержати висновок експертизи інвестиційних проектів щодо дотримання технологічних, санітарно-гігієнічних, радіаційних, екологічних та архітектурних вимог.

❖ **суб'єкти інвестиційної діяльності зобов'язані:**

- ✓ дотримуватись державних норм та стандартів;
- ✓ виконувати вимоги державних органів та посадових осіб, що висуваються в межах їх компетенції;
- ✓ подавати в установленому порядку бухгалтерську та статистичну звітність;
- ✓ не допускати недобросовісної конкуренції та виконувати усі вимоги антимонопольного регулювання.

Суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути фізичні особи, виробничо-господарські утворення, інституційні інвестори, держава через свої інституції, а також інші функціональні учасники, див. рис. 1.3.

Активним учасником інвестиційної діяльності є *держава*. Вона бере участь в інвестиційному процесі як прямо – через державний сектор економіки, так і побічно, через свої інституції – органи виконавчої влади та місцевого самоврядування.

Держава здійснює свої функції як суб'єкт інвестиційної діяльності через *державну інвестиційну політику*, завданням якої є розвиток інвес-

тиційної діяльності, спрямований на створення привабливого інвестиційного середовища та суттєвого нарощування обсягів інвестицій.

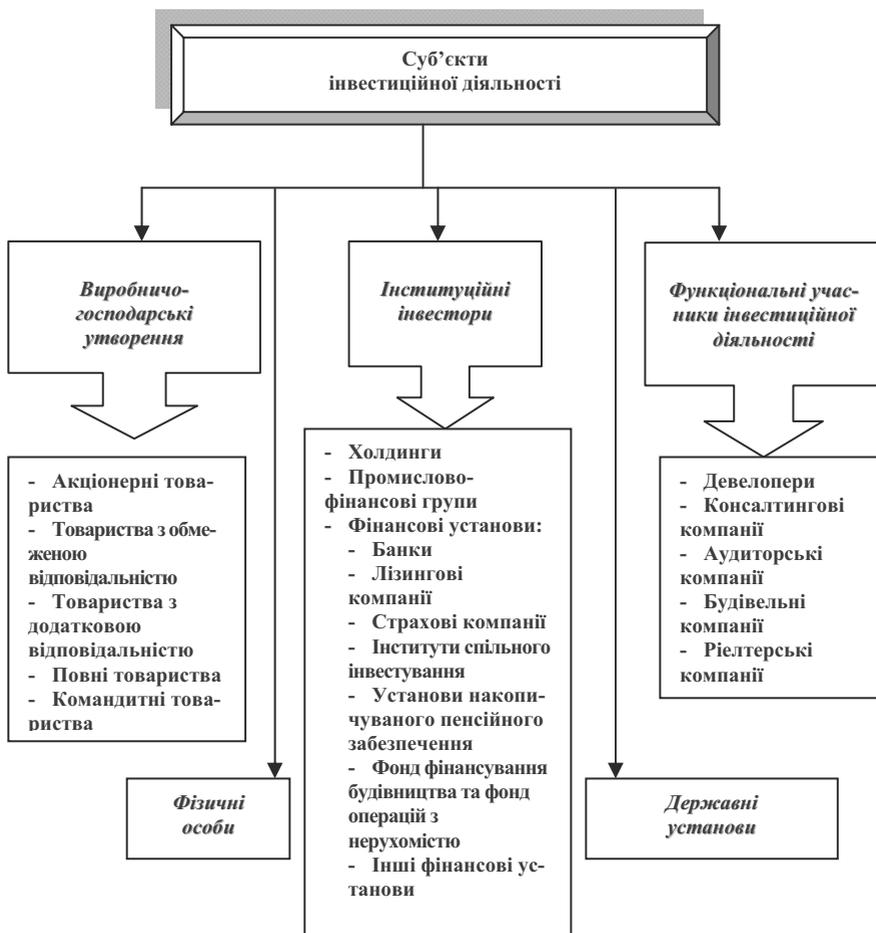


Рис. 1.3. Суб'єкти інвестиційної діяльності

Основними *принципами державної інвестиційної політики* є:

- орієнтація на інноваційний шлях розвитку економіки країни;
- визначення державних пріоритетів інвестиційного розвитку;
- формування нормативно-правової бази у сфері інвестиційної діяльності;
- створення умов для збереження, розвитку та використання вітчизняного науково-технічного та інноваційного потенціалу;
- ефективне використання ринкових механізмів для сприяння інвестиційної діяльності, підтримка підприємництва у науково-виробничій сфері;
- здійснення заходів на підтримку міжнародної науково-технологічної кооперації, трансферу технологій, захисту вітчизняної продукції на внутрішньому ринку та її просування на зовнішній ринок;
- фінансова підтримка, здійснення сприятливої кредитної, податкової і митної політики у сфері інвестиційної діяльності;
- сприяння розвитку інвестиційної інфраструктури.

Єдину державну політику у сфері інвестиційної діяльності визначає *Верховна Рада України*, яка: створює законодавчу базу для сфери інвестиційної діяльності; затверджує пріоритетні напрями інвестиційної діяльності як окрему загальнодержавну програму або у складі Програми діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавних програм соціально-економічного та науково-технічного потенціалу; в межах Державного бюджету України визначає обсяг асигнувань для фінансової підтримки інвестиційної діяльності.

Верховна Рада Автономної Республіки Крим, обласні і районні ради відповідно до їх компетенції затверджують регіональні інвестиційні програми, що кредитуються з бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів; визначають кошти бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів для фінансової підтримки регіональних інвестиційних програм.

Реалізацію державної політики у сфері інвестиційної діяльності забезпечує *Кабінет Міністрів України*, а саме:

- ⇒ готує та подає до Верховної Ради України пропозиції щодо пріоритетних напрямів інвестиційної діяльності;
- ⇒ здійснює заходи щодо реалізації пріоритетних напрямів інвестиційної діяльності;
- ⇒ сприяє створенню ефективної інфраструктури у сфері інвестиційної діяльності;
- ⇒ готує та подає до Верховної Ради України як складову частину проекту закону про Державний бюджет України на відповідний рік пропозиції щодо обсягів бюджетних коштів для фінансової підтримки виконання інвестиційних проектів;

- ⇒ затверджує положення про порядок державної реєстрації інноваційних проектів і ведення Державного реєстру інвестиційних проектів;
- ⇒ інформує Верховну Раду України про виконання інвестиційних проектів, які кредитувалися за кошти Державного бюджету України, і про повернення до бюджету наданих раніше кредитів.

Центральні органи виконавчої влади: здійснюють підготовку пропозицій щодо реалізації інвестиційної політики у відповідній галузі економіки, створюють організаційно-економічні механізми підтримки її реалізації.

Зокрема, спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади в інвестиційній сфері є *Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій України)*, робота якого спрямовується та координується Кабінетом Міністрів України. Його основними завданнями є:

- 1) участь у формуванні та забезпеченні реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності;
- 2) створення національної інноваційної системи для забезпечення проведення ефективної державної інноваційної політики;
- 3) координація роботи центральних органів виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності та ін.

Держінвестицій України відповідно до покладених на нього завдань:

- ❖ готує та подає пропозиції щодо формування та забезпечення реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності;
- ❖ визначає пріоритетні напрями інноваційної діяльності та розробляє державні інвестиційні та інноваційні програми;
- ❖ визначає обсяг бюджетних коштів для надання фінансової підтримки суб'єктам інноваційної діяльності;
- ❖ вживає заходів до залучення іноземних інвестицій в національну економіку;
- ❖ формує бази даних інвестиційних та інноваційних програм і проектів, міжнародних інвестиційних та інноваційних програм і проектів;
- ❖ визначає порядок конкурсного відбору інноваційних проектів для їх фінансової підтримки.

До сфери управління Держінвестицій належать такі державні установи:

- 1) Національна мережа регіональних центрів інноваційного розвитку.
- 2) Національний центр впровадження галузевих інноваційних програм.
- 3) Державна інноваційна фінансово-кредитна установа.
- 4) Український центр сприяння іноземному інвестуванню.

Через свої інституції держава здійснює інвестування тих галузей і виробництв, продукція яких має загальнонаціональний характер, а при активізації інвестиційної діяльності вона може інвестувати кошти також у розвиток виробництв, доцільність яких обґрунтовується необхідністю прискороного розвитку економіки.

Основними учасниками інвестиційного процесу є виробничо-господарські утворення, до яких належать:

Акціонерні товариства – це товариства, які мають статутний фонд, поділений на певну кількість акцій. Акціонерне товариство несе відповідальність за своїми зобов'язаннями тільки майном товариства, а акціонери несуть відповідальність пропорційно до кількості акцій, що їм належать. Товариство може бути відкритим або закритим. Своєю чергою, закрите може бути реорганізоване у відкрите шляхом перереєстрації акцій.

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

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

Повні товариства – це товариства, всі його учасники якого займаються спільною підприємницькою діяльністю та несуть колективну відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном, причому відповідальність учасники несуть незалежно від часу виникнення боргів.

Командитні товариства – це товариства, які мають поряд з одним або кількома членами, що несуть повну відповідальність, також одного або декількох учасників, відповідальність яких обмежується сумою внесків у майні товариства. Перші несуть солідарну відповідальність за боргами товариства та здійснюють управління справами командитного товариства. Сукупний розмір внесків інших учасників у майні товариства обмежується 50 % статутного фонду і в разі ліквідації товариства їхні внески повертають першочергову.

Активними учасниками інвестиційного процесу є *інституційні інвестори*, до яких належать: холдингові компанії, промислово-фінансові групи та фінансові установи.

Усі інституційні інвестори здійснюють вкладення за певними напрямками. Холдингова компанія – спрямовує інвестиції на розвиток тих підприємств, контрольним пакетом яких володіє. Об'єктом інвестування для фінансово-промислових груп є ті підприємства, що входять до їх складу, а фінансові компанії надають інвестиційні ресурси лише тим підприємствам, які становлять для них фінансовий інтерес.

Холдингова компанія – це компанія, суть діяльності якої полягає в придбанні юридичними особами контрольних пакетів акцій різних компаній та здійсненні контролю над такими юридичними особами, як пов'язані особи.

У світовій практиці існує два типи холдингів.

Чистий холдинг, при якому головна компанія виконує лише функції управління та контролю за діяльністю дочірніх підприємств. До них належать банки, інвестиційні, страхові, будівельні або торгові компанії.

Змішаний холдинг, при якому головна компанія, крім функцій управління та контролю, займається також спільно з дочірніми компаніями підприємницькою діяльністю. Змішані холдинги типові для материнських компаній сучасних промислових концернів – багатогалузевих об'єднань, організаційно пов'язаних між собою підприємств, а також конгломератів-концернів, які характеризуються значною диверсифікацією та ослабленням функціональних зв'язків між компаніями, що входять до нього.

Холдинги бувають галузеві, міжгалузеві, транснаціональні.

Промислово-фінансова група (ПФГ) – це велике угруповання підприємств, банків, інших юридичних осіб, які займаються виробничою, торговельною, фінансово-кредитною діяльністю. На відміну від холдингу, ПФГ не має компанії, що спеціалізується на управлінні. Ці групи створюються, зазвичай, на міжгалузевих засадах, що дозволяє здійснювати спільні інвестиції у великі проекти.

В Україні промислово-фінансові групи створюються двох типів: на підставі об'єднання статутних фондів (статутні групи) та на підставі об'єднання всіх фінансових ресурсів з єдиним управлінням (договірні групи у формі консорціуму).

Специфіку і переваги ПФГ можна охарактеризувати таким чином. По-перше, усі учасники групи працюють як ланки єдиного фінансово-промислового механізму, їхні інтереси органічно пов'язані. По-друге, завдяки єдності фінансових, страхових та промислових можливостей найбільш ефективних галузевих видів виробництва, ПФГ створюють дуже стійкі системи, які мають свободу щодо мобільного міжгалузевого перерозподілу матеріальних та фінансових ресурсів.

І, нарешті, ПФГ – саме ті організаційні структури, з якими охоче будуть співпрацювати іноземні інвестори, тому що такі об'єднання володіють певною автономією у прийнятті та виконанні основних рішень, можуть самостійно будувати фінансовий, виробничий, технологічний, кадровий та інші мости на світові ринки, до міжнародних кооперацій зв'язків.

Об'єднання капіталів продиктоване інвестиційними потребами, які щорічно зростають, які вже не можуть задовольнятися за рахунок власних ресурсів компанії. Тому процеси об'єднання фінансового та промислового капіталу активно здійснюються там і тоді, де і коли господарські суб'єкти починають зазнавати брак інвестиційних ресурсів, який, своєю чергою, може бути викликаний різними причинами.

Світовий досвід показує, що найактивнішими учасниками промислово-фінансових угруповань є фінансові установи. Об'єктивно цьому сприяє

та обставина, що саме в цих структурах сконцентровані ресурси, які можуть бути направлені на задоволення інвестиційних потреб.

До *фінансових установ* належать банки, кредитні установи, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інститути спільного інвестування та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг.

На інвестиційному ринку ці установи можуть виконувати такі функції, як: випуск платіжних документів; довірче управління фінансовими активами; залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо подальшого їх повернення; фінансовий лізинг; надання коштів у позику; надання гарантій та поручительств; переказ грошей; послуги у сфері страхування та накопичувального пенсійного забезпечення; торгівля цінними паперами; факторинг та інші операції.

Активним учасником інвестиційного процесу є **банки**. З метою диверсифікації активних операцій, розширення джерел отримання додаткового доходу та підтримки ліквідності балансу комерційні банки повинні займатися інвестиційною діяльністю. Відносини, що виникають при здійсненні інвестиційної діяльності комерційних банків, регулюються Законом України «Про банки та банківську діяльність» [6] та «Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні», затвердженою Постановою НБУ № 368 від 28.08.2001 р. За межами країни така діяльність регулюється законодавством іноземної держави, на території якої вона здійснюється, відповідними договорами України, а також спеціальним законодавством України.

В інвестиційному процесі комерційні банки можуть виступати як інвестори, так і учасники інвестиційної діяльності інших суб'єктів господарювання через інвестиційні послуги, див. рис. 1.4.

Під *інвестиційною діяльністю банків* розуміють ті операції, у яких банки виступають у ролі інвестора – ініціатора вкладення коштів як у реальні активи (матеріальні або нематеріальні) у розвиток власного банківського бізнесу, або у розвиток іншого суб'єкта підприємницької діяльності, так і у фінансові інструменти через формування кредитно-інвестиційного портфеля банку.

Під *інвестиційними послугами банків* розуміють діяльність з: пошуку для клієнтів банку найпривабливіших об'єктів інвестування; надання консультативної допомоги у розробці та реалізації інвестиційної стратегії; формування та управління інвестиційного портфеля; фінансового посередництва на ринку цінних паперів; хеджування інвестиційного ризику тощо.

Усі інвестиційні послуги комерційного банку умовно поділяють на: послуги банку у фінансовому забезпеченні інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств, у т. ч. операції на ринку нерухомості, та інвестиційні послуги банку на ринку цінних паперів (торгівля цінними паперами; депозитарна діяльність зберігача цінних паперів; ведення реєстрів власників іменних цінних паперів; управління цінними паперами тощо).

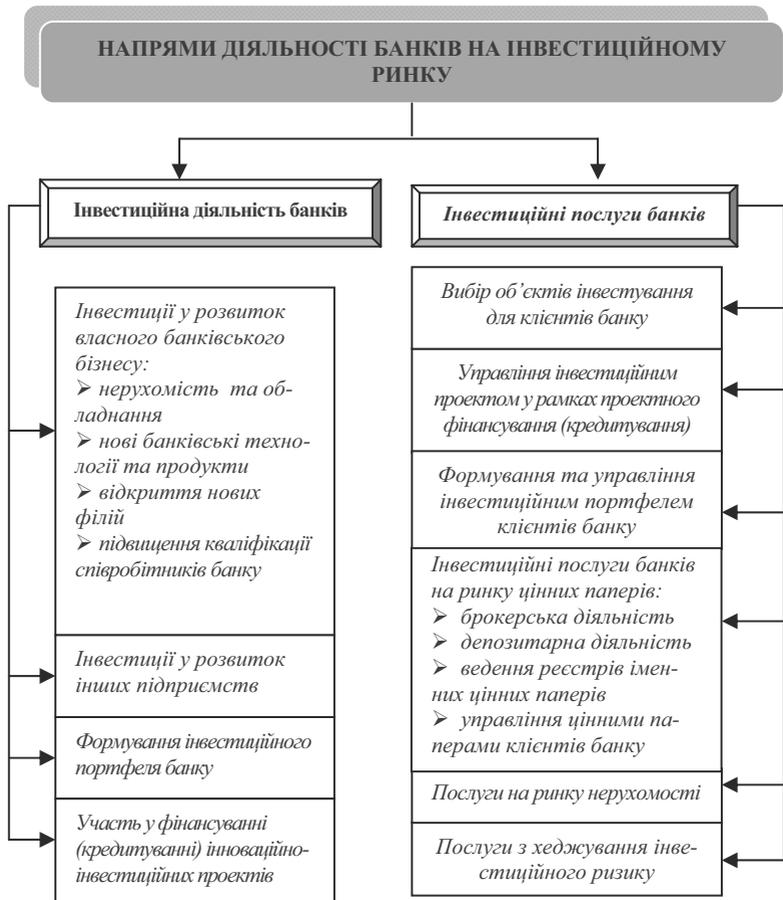


Рис. 1.4. Напрями діяльності банків на інвестиційному ринку

Банки мають право здійснювати інвестиції лише на підставі письмового дозволу Національного банку України. Без такого дозволу вони мають право здійснювати інвестицію у разі, якщо:

- 1) інвестиція у будь-яку юридичну особу становить не більше 5 % регулятивного капіталу банку;
- 2) юридична особа, в яку здійснюється інвестиція, веде виключно діяльність з наданням фінансових послуг;
- 3) регулятивний капітал банку повністю відповідає вимогам для інвестицій, встановлених нормативно-правовими актами НБУ.

Банкам забороняється інвестувати кошти у підприємство, установу, статутом яких передбачена повна відповідальність його власників.

Пряма чи опосередкована участь банку будь-якого підприємства, установи не повинна перевищувати 15 % капіталу банку, а сукупні інвестиції банку не повинні перевищувати 60 % розміру капіталу банку.

Це обмеження не застосовується у разі, якщо:

- акції та інші цінні папери, придбані банком у зв'язку з реалізацією права заставодержателя і банк не утримує їх більше одного року;
- банком з метою створення фінансової холдингової групи придбані акції, емітентом яких є інший банк;
- цінні папери перебувають у власності банку не більше одного року, який одержав їх у результаті андеррайтингу;
- акції та інші цінні папери, придбані банком за рахунок та від імені своїх клієнтів.

Лізингові компанії – це суб'єкти інвестиційної діяльності у ринкових умовах, які виконують посередницькі функції у фінансуванні інвестиційних проєктів. Сторонами лізингових угод, зазвичай, виступають три сторони: підприємство – виробник обладнання; лізингова компанія; підприємство, яке одержує та використовує матеріальні цінності (переважно обладнання) упродовж певного періоду. При цьому з позиції виробника лізинг є різновидом продажу, для лізингової компанії – формою кредиту, для орендаря – формою позичкового фінансування, що розглядається як альтернатива інвестиціям.

Усім комплексом лізингових послуг, зазвичай, займаються **спеціалізовані лізингові компанії**, які мають доступ до коштів для інвестування. За характером діяльності лізингові компанії поділяються на:

- ⇒ *вузькоспеціалізовані*, що займаються орендою одного виду товару або групи однорідних товарів і підтримують їх технічний стан;
- ⇒ *універсальні*, що передають в оренду різні види машин та обладнання і надають орендареві право вибору постачальника – виробника необхідного обладнання та прийняття об'єкта угоди.

Лізингові фірми дуже рідко бувають незалежними, частіше вони виступають філіями (представниками) промислових та торговельних фірм, банків і страхових компаній. Проте переважно вони належать банкам, контролюються або безпосередньо підпорядковуються ним.

Лізингові компанії, створені банками, орієнтуються на надання стандартних лізингових послуг широкому колу клієнтів, що не виключає переважного обслуговування клієнтів «власного» банку. Зазвичай банки не тільки фінансують діяльність лізингових як дочірніх компаній, але й активно постачають їм клієнтів з числа тих, що звертаються безпосередньо до банку за отриманням кредиту на придбання основних засобів. Природньо, що компанії, які входять до структури великих банків, і самі є одними з найбільших на ринку, мають великий портфель замовлень, використовують сучасні методи роботи і кваліфікований персонал.

З пропозиціями на лізинговому ринку виступають також місцеві органи влади та управління. Лізингові компанії, створені державними та муніципальними структурами, жорстко орієнтовані на здійснення лізингових угод з визначеними клієнтами. Умови лізингових угод, які пропонуються цими компаніями, а вони зазвичай використовують пільгове бюджетне фінансування, є більш привабливими для клієнтів, порівняно з умовами, які пропонують комерційні лізингові компанії, оскільки вони орієнтовані на державні підприємства. Нерідко перед такими компаніями питання ефективності чи хоча б надійності лізингових проектів, що реалізуються, стоїть не так гостро, як перед комерційними лізинговими компаніями.

Галузеві лізингові компанії орієнтуються на обслуговування підприємств певної галузі. Багато в чому вони користуються підтримкою держави. Лізингові компанії – дочірні підприємства різних торгових домів, підприємств-виробників, а також створені приватними особами, не маючи доступу до достатніх фінансових ресурсів, укладають обмежену кількість лізингових угод. Ряд іноземних підприємств-виробників (переважно це стосується великих вантажних автомобілів) використовують лізинг як інструмент збуту продукції. Укладені ними лізингові угоди зазвичай передбачають участь українського банку, що задовольняє іноземну компанію та дає гарантію щодо свого клієнта – кінцевого лізингоодержувача.

Важливим інструментом щодо захисту інвестицій є їх **страхування**. Інвестиційні проекти, особливо довгострокові, зазнають різного роду ризиків, причому з багатьма невідомими небезпеками, які чекають на інвестора. Природньо, що вкладення капіталу на тривалий строк завжди повинно здійснюватися за участю **страхових компаній**.

Останніми роками страхування інвестицій дедалі більше стає не тільки засобом охорони вкладень від руйнівних стихійних лих, але й засобом захисту від несприятливих змін економічної кон'юнктури. За цих умов інвестор зобов'язаний відволікати частину власних коштів на укладення договорів страхування з самого початку інвестиційного процесу з метою захисту себе у майбутньому від ризику втрати більшої частки коштів або всього капіталу.

Типові програми зі страхування інвестиційних проектів підприємств представлені у таблиці 1.2.

Таблиця 1.2.

Типові програми зі страхування інвестиційної діяльності

| <i>Вид страхування</i> | <i>Страхові ризики</i> |
|--|--|
| 1. Страхування власного та орендованого майна (будівлі, оздоблення, устаткування, оргтехніка) | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Вогонь, затоплення водою та стихійні лиха ✓ Протиправні дії третіх осіб та крадіжка зі зломом ✓ Поломки устаткування |
| 2. Страхування відповідальності перед третіми особами при експлуатації приміщень | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Ризики знищення чи пошкодження майна третіх осіб (у т. ч. орендодавців) ✓ Заподіяння шкоди життю чи здоров'ю третіх осіб (клієнтів та відвідувачів) при перебуванні їх на території підприємств |
| 3. Страхування сировини та готової продукції на складах | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Вогонь та стихійні лиха ✓ Затоплення водою ✓ Протиправні дії третіх осіб та крадіжка зі зломом |
| 4. Страхування вантажоперевезень | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Ушкодження чи повна загибель усього чи частини вантажу ✓ Зникнення транспортних засобів з вантажем без звістки ✓ Викрадення (розкрадання) транспортного засобу ✓ Пошкодження або знищення транспортного засобу, або пошкодження чи розкрадання його частин у результаті: <ul style="list-style-type: none"> ➤ пожежі, удару блискавки, вибуху ➤ дорожньо-транспортного випадку ➤ падіння сторонніх предметів, у тому числі льоду та снігу ➤ протиправні дії третіх осіб ✓ Настання матеріальної відповідальності власника (водія) транспортного засобу перед третіми особами у випадку заподіяння шкоди їхньому життю, здоров'ю і майну внаслідок використання транспортного засобу |

| | |
|--|---|
| 5. Страхування підприємницьких ризиків | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Ризик невиконання контрагентом обов'язків за договорами (непостачання запчастин і видаткових матеріалів, недотримання термінів оплати послуг за договорами) ✓ Ризик порушення нормальної роботи підприємства на термін від 20-ти до 12-ти місяців, а також втрата прибутку у результаті знищення чи пошкодження майнового комплексу підприємства |
| 6. Страхування застав під кредит банку | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Усі ризики фізичної втрати застави і втрати прав власності на нього |
| 7. Обов'язкове страхування цивільної відповідальності перед третіми особами при експлуатації небезпечних об'єктів | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Заподіяння шкоди життю, здоров'ю чи майну третіх осіб у результаті експлуатації небезпечних об'єктів |
| 8. Страхування життя і медичних втрат співробітників підприємства | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Страхування співробітників від нещасних випадків (в т. ч. тимчасової непрацездатності) ✓ Прикріплення до поліклінік і медичних центрів, у т. ч. швидку допомогу та допомогу вдома ✓ Страхування медичних витрат виїжджаючих за кордон |
| 9. Страхування фізичного лізингу | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Усі ризики фізичної втрати устаткування, отриманого у лізинг, а також ризики несвоєчасної оплати лізингових платежів |
| 10. Страхування професійної відповідальності виробників за якість продукції, що випускається | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Заподіяння шкоди життю, здоров'ю чи майну споживачів внаслідок використання ними неякісних товарів, зроблених страхувальником |
| 11. Будівельно-монтажні ризики | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Збитки, пов'язані з пошкодженням чи втратою майна, що сталися внаслідок проведення будівельно-монтажних робіт |

Активними суб'єктами інвестиційної діяльності є також *інститути спільного інвестування (ICJ)*, до яких належить корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, які провадять діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість.

Інститути спільного інвестування залежно від порядку здійснення їх діяльності можуть бути:

- *відкритого типу*, якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу ін-

весторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами);

- *інтервального типу*, якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) протягом обумовленого у проспекті емісії строку, але не рідше одного разу на рік;

- *закритого типу*, якщо він (або компанія з управління його активами) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації або ліквідації.

Інститут спільного інвестування може бути також строковим або безстроковим.

Строковий створюється на певний строк, встановлений у проспекті емісії, після закінчення якого зазначений ІСІ ліквідується або реорганізується.

Безстроковий ІСІ створюється на невизначений строк. ІСІ закритого типу може бути лише строковим.

Одними із найперспективніших форм інститутів спільного інвестування – взаємних фондів на фондовому ринку – є *індексні фонди* як різновиди фондів колективних інвестицій.

Відповідно до найбільш поширеного визначення *індексним* називається *взаємний інвестиційний фонд*, інвестиційний портфель якого стосується певного фондового індексу. В економічно розвинених країнах за відносно короткий час індексні фонди набули широкої популярності серед приватних та інституційних інвесторів, насамперед пенсійних фондів. За деякими оцінками, за останні десять років активи індексних фондів перевищили \$100 млрд. Слід зауважити, що зростання їхніх активів продовжувалось навіть у періоди падіння ключових фондових індексів, на основі яких формувались портфелі окремих фондів. Теоретики та практики фондового ринку пояснюють таку популярність використанням цими фондами в процесі формування свого портфеля теорії ефективного ринку, принципів трендових стратегій та пасивного інвестування.

Оскільки індексні фонди є однією з форм здійснення колективних інвестицій, вони мають для інвесторів ті самі основні переваги, що й інші взаємні фонди, а саме:

- ⇒ високий рівень диверсифікації інвестиційного портфеля, що дозволяє знизити ризики для інвесторів;

- ⇒ розміщення, обіг та викуп цінних паперів, виходячи з потенціалу інфраструктури фондового ринку;

- ⇒ орієнтацію менеджерів на постійну підтримку високого рівня ліквідності цінних паперів фонду;

- ⇒ високу міру захищеності прав та інтересів інвесторів, обумовлену підвищеними вимогами законодавства, існуванням спеціальної системи

управління ризиками інвесторів та створенням механізму нагляду з боку контролюючих органів.

Однією з найбільш вагомих переваг індексних фондів, що привертає увагу до них інвесторів, є *невисокий рівень трансакційних витрат і витрат на управління фондом, порівняно з іншими видами взаємних фондів.*

Зрозуміло, що інвестиційні фонди не можуть пропонувати свої послуги безкоштовно, їх витрати в кінцевому результаті зменшують дохід інвестора. І чим вищий рівень витрат фонду, тим дорожче він обходиться інвестору. Практика функціонування індексних фондів доводить, що їх операційні витрати є набагато меншими, ніж витрати інших фондів колективних інвестицій.

Ще однією перевагою індексного фонду, б порівнянню з традиційним взаємним фондом, є *доступність його цінних паперів для пересічних інвесторів*, що пояснюється намаганням індексних фондів найповніше використовувати переваги організованих біржових ринків та комп'ютерних технологій. Це дозволяє інвесторам вкладати свої кошти в акції чи паї індексних фондів безпосередньо на фондових біржах, оминаючи таким чином спеціалізовані дистриб'юторські мережі, послугами яких користуються традиційні фонди. Звідси випливає ще одна перевага індексних фондів – *вища ліквідність випущених ними цінних паперів.* Завдяки біржовим технологіям акції, паї чи депозитарні розписки індексних фондів вільно обертаються на торговельних майданчиках протягом дня за цінами, що формуються під впливом попиту та пропозиції. При цьому інвестори можуть безпосередньо оцінити доцільність інвестицій в індексні фонди, отримавши на біржі інформацію про динаміку індексу, на базі якого сформований портфель фонду. Для оцінки вартості цінних паперів індексні фонди не використовують традиційні методи форвардного чи історичного ціноутворення, що характерно для інших взаємних фондів. Інформація про вартість інвестиційного портфеля такого фонду та поточне котирування його цінних паперів доступна інвесторам у режимі реального часу завдяки сучасним комп'ютерним біржовим технологіям та мережі Інтернет.

Як і будь-який інший інструмент фондового ринку, інвестиції в індексні фонди не позбавлені окремих недоліків. Однак, знаючи ці недоліки та можливості їх прояву, інвестори можуть уникнути негативного впливу та фінансових втрат, які можуть бути ними зумовлені.

По-перше слід зазначити, що інвестиції в конкретний індекс ставлять майбутні доходи інвестора в пряму залежність від того сегмента ринку, який відображає базовий індекс фонду. Так, деякі індекси, що приймаються за основу формування інвестиційного портфеля окремими індексними фондами у США, мають високу залежність від сектора *hi-tech-компаній.* Аналітики вказують на те, що за останні роки акції цих компаній демонстрували найбільшу схильність до падіння, тому в складі індексів вони є основним джерелом ризику для інвесторів.

Ще однією фінансовою установою суб'єкта інвестиційної діяльності є *довірчі товариства* або *трасти* (від англ. «*trust*» – довіра) – це товариства з додатковою п'ятикратною відповідальністю, що здійснюють представницьку діяльність із довіреним майном щодо реалізації прав власності довіритель.

В українській законодавчій базі немає терміна «траст», хоч він широко використовується вітчизняними фірмами. Сам термін виник у середньовічному англійському праві для визначення сутності інституту довірчої власності. Сьогодні від 30 % до 40 % американського національного багатства перебуває в руках трастових компаній або керується ними.

Відносини довірчої власності можливі у випадку, коли власник майна, засновуючи траст, передає своє майно іншій особі у довірчу власність для використання його з визначеною метою і в інтересах відповідної особи – бенефіціаря. Довірчий власник щодо третіх осіб виступає як власник, який несе відповідальність перед засновником трасту і бенефіціарієм за належне використання майна та його зберігання. Таким чином, процес формування та існування трасту передбачає наявність трьох осіб: засновника трасту, довірчого власника і бенефіціаря.

У сучасній практиці трастові операції – це трансформація цінних паперів у грошові кошти, і навпаки. Трастові операції здійснюють комерційні банки, трастові та інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, довірчі товариства.

Довірчі товариства створюються для надання різноманітних довірчих послуг, так, зокрема, у процесі організації фінансування інвестиційних проєктів, вони розпоряджаються та керують активами учасників проєкту: здійснюють агентські послуги; ведуть рахунки для власників цінних паперів; беруть участь у роботі загальних зборів акціонерного товариства тощо.

На розвинених фінансових ринках до числа провідних інституцій посередників належать і *пенсійні фонди*. Акумуляуючи значні кошти у формі пенсійних внесків, названі структури розміщують їх на фінансових ринках, даючи таким чином необхідні ресурси для реалізації великих промислових інвестиційних проєктів.

До основних напрямів впливу пенсійних фондів на розвиток фінансових ринків загалом та інвестиційної сфери зокрема належать такі: стимулювання конкуренції; сприяння фінансовим інноваціям та появі цінних паперів, забезпечених активами, структурованих продуктів, похідних фінансових інструментів; сприяння цілісності ринку; сприяння захисту прав інвесторів; вирішенню конфліктів інтересів та агентських проблем. Разом із тим, діяльність пенсійних фондів позитивно впливатиме на модернізацію ринкової торгівлі, зокрема процедур клірингу та розрахунків, розвиток системи корпоративного управління та системи регулювання діяльності фінансових установ.

Сьогодні в Україні за рахунок таких інституційних інвесторів, як недержавні пенсійні фонди, передбачається суттєво активізувати розвиток вітчизняного інвестиційного ринку. На ці цілі має бути спрямовано до 70 % пенсійних активів, тож проблеми інвестування для НПФ є надзвичайно актуальними, зважаючи на те, що законодавча база щодо їх функціонування потребує значного вдосконалення.

Відповідно до Законів України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» та «Про недержавне пенсійне забезпечення», що були прийняті у 2003 році, пенсійна система України складається з трьох рівнів.

Перший рівень – це система солідарних виплат, внески до якої сплачують усі працівники та їх роботодавці (25 % фонду зарплати). За рахунок цих коштів виплачуватимуться страхові пенсії, розмір яких залежатиме від заробітної плати, з якої сплачуватимуться внески, та тривалості страхового стажу.

Другий рівень передбачає запровадження системи загальнообов'язкового накопичуваного пенсійного страхування. Її суть полягає у тому, що частка обов'язкових внесків громадян накопичуватиметься у єдиному накопичуваному фонді, куди планується зараховувати 7 % фонду зарплати, й обліковуватиметься на їхніх індивідуальних накопичуваних пенсійних рахунках.

Третій рівень передбачається створювати у вигляді недержавного пенсійного забезпечення (НПЗ), яке здійснюється:

- 1) недержавними пенсійними фондами шляхом укладання пенсійних контрактів між адміністраторами та вкладниками цих фондів;
- 2) страховими організаціями шляхом укладання договорів страхування довічної пенсії, страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду;
- 3) банківськими установами шляхом укладання договорів про відкриття пенсійних депозитних рахунків для накопичення пенсійних заощаджень у межах суми, визначеної для відшкодування вкладів Фондом гарантування вкладів фізичних осіб.

Недержавний пенсійний фонд (НПФ) – це юридична особа, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду.

НПФ створюється у вигляді рахунку, на якому накопичуються кошти, тобто він необхідний для їх залучення, а безпосереднє управління цими активами здійснює *компанія з управління активами (КУА)*, яка аналізує ринок фінансових інструментів, розміщує активи відповідно до інвестиційної декларації фонду, забезпечує дохідність НПФ. До функцій компанії-

адміністратора входить обслуговування фонду і від його імені укладання пенсійних контрактів, ведення індивідуальних пенсійних рахунків, облік пенсійних внесків, розрахунки пенсійних виплат, пенсійні виплати на банківські рахунки. Допускається тільки поєднання функцій компанії-адміністратора і КУА, але для того, щоб управляти активами, такої компанії обов'язково потрібно виконувати вимоги щодо розміру статутного фонду, обсягу власного капіталу, який необхідно підтримувати, і відповідні додаткові вимоги. Функцію зберігання активів фонду виконує банк-зберігач, який зараховує пенсійні внески, виконує розпорядження адміністратора і КУА на списання коштів з рахунків НПФ, веде облік цінних паперів на рахунку ДЕПО.

Оскільки НПФ мають справу з грошима, що надаються їм у довгострокове користування, то робота з такими активами припускає довгостроковий період накопичення коштів, консервативну політику інвестування активів, необхідність захисту прав та інтересів учасників фонду (майбутніх пенсіонерів) і забезпечення надійності вкладень у НПФ. Без цього дискредитується власне ідея недержавного пенсійного забезпечення.

Чинним законодавством України встановлені гарантії надійності НПФ, а також повернення та приросту пенсійних накопичень. Це, насамперед, жорсткий контроль з боку держави за виконанням фінансовими установами-учасниками НПЗ законодавчо встановлених «правил гри»: розмежування та відокремлення активів НПФ від активів його засновників і роботодавців-платників фонду, адміністратора, КУА, страхових організацій з метою унеможливлення банкрутства НПФ; цільове та ефективне використання пенсійних коштів; державне регулювання розміру тарифів на послуги, що надаються у системі НПЗ; відповідальність суб'єктів системи НПЗ за порушення норм, передбачених законодавством; державне регулювання діяльності з НПЗ та нагляду за його здійсненням.

Сьогодні у багатьох країнах НПФ є провідними інституційними інвесторами, які здійснюють інвестиції не тільки у національну економіку, але і на міжнародних фінансових ринках. Переваги інвестування через НПФ полягають у такому:

1. НПФ має можливість приймати та розміщувати щомісячні суми внесків учасника, розміри яких істотно не впливають на зниження його доходів. Законом надано право встановлювати мінімальний розмір пенсійних внесків – 10 % мінімальної зарплати із розрахунку за один місяць. При цьому максимальний розмір пенсійних внесків не обмежується.

2. З точки зору гарантій по збереженню і виплатам майбутніх пенсій працівник має більше довіри до свого роботодавця як особи, яка зацікавлена в стабільному соціальному кліматі в колективі і яка вже має у своєму розпорядженні реальні активи підприємства для виконання зобов'язань по НПЗ персоналу.

3. Пенсійні внески не підлягають обкладанню податком на прибуток і належать до валових витрат роботодавців-вкладників, які перераховують ці

кошти на ім'я працівника-учасника НПФ. Від ПДВ звільнені послуги по управлінню та інвестуванню пенсійних активів. Передбачені й інші податкові пільги, які вже діють або плануються до введення.

4. НПФ надає можливість для засновників і вкладників брати участь у перерозподілі корпоративної власності шляхом викупу цінних паперів підприємства за рахунок коштів фонду.

5. Разове вилучення накопичених зобов'язань можливе лише згідно з договором, підписаним обома сторонами, причому, зазвичай, накопичені зобов'язання разом із накопиченим доходом передаються ідентичному за організаційно-правовим статусом інституту. Учасник, який переходить до іншого НПФ, має право перевести туди всі накопичені кошти, у тому числі виплачені пенсійні внески та інвестиційний дохід.

6. Гарантоване виконання своїх фінансових зобов'язань передбачає постійне ведення фондами всього світу актуарних (балансуючих прогнозованих розмірів фінансових надходжень і зобов'язань) розрахунків, щоб випадково не потрапити у стан неплатоспроможності. А держава, гарантуючи надійність заощаджень населення, регламентує і контролює припустимі для НПФ фінансові ризики та необхідні страхові резерви.

7. Пенсійні кошти розміщуються, передусім, у реальні і ліквідні активи, представлені фінансовими інструментами, дохід за якими гарантований державою та відомими компаніями, а також у валютні цінності і нерухомість, що є передумовою не тільки рентабельності, але і надійності та швидкого повернення вкладень.

В Україні НПФ належить роль фінансового інституту, спроможного забезпечити виплату своїм учасникам додаткову пенсію на рівні 20–30 % від середньої зарплати.

Вітчизняне законодавство встановлює обмеження щодо інвестування активів пенсійних фондів у різні фінансові інструменти, див. табл. 1.3. Однак при цьому залишається значне право вибору напрямів інвестування активів. З урахуванням цього структура інвестиційного портфеля в різних фондах може бути відмінною. Основними елементами структури портфеля недержавного пенсійного фонду можуть бути боргові зобов'язання уряду та місцевих органів влади, корпоративні облігації, іпотечні цінні папери, акції, нерухомість, закордонні інвестиції тощо.

Основними джерелами коштів на будівництво житла в Україні є кошти фізичних та юридичних осіб, які залучаються не безпосередньо, а опосередковано через створення фонду фінансування будівництва та фонду операцій із нерухомістю.

Фонд фінансування будівництва (ФФБ) – це грошові кошти, передані управителю ФФБ в управління, які використані чи будуть використані управителем у майбутньому на умовах правил фонду та договорів про участь у ФФБ. Метою створення ФФБ є отримання довірцелями фонду у власність житла.

Таблиця 1.3.

**Загальні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами
недержавних пенсійних фондів**

| № п/п | Склад активів | Частка в порт- фелі не більше, % |
|------------------|--|---|
| 1 | Банківські депозитні рахунки та ощадні сертифікати комерційних банків, у тому числі: - зобов'язання в одному комерційному банку | 40 10 |
| 2 | Цінні папери одного емітента (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабміном) | 5 |
| 3 | Цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабміном | 50 |
| 4 | Цінні папери, доходи за якими гарантовано Радою міністрів АР Крим, та облигації місцевих позик | 20 |
| 5 | Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України | 40 |
| 6 | Акції українських емітентів | 40 |
| 7 | Цінні папери іноземних емітентів | 20 |
| 8 | Іпотечні цінні папери | 40 |
| 9 | Об'єкти нерухомості | 10 |
| 10 | Банківські метали | 10 |
| 11 | Інші активи, не заборонені законодавством України | 5 |

Згідно з чинним законодавством, створення та управління ФФБ можуть здійснювати фінансові компанії, які мають відповідну ліцензію Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг на здійснення діяльності із залучення коштів фізичних осіб – установників управління майном для фінансування об'єктів будівництва та (або) здійснення операцій з нерухомістю – як винятковий вид діяльності, а також комерційні банки. При цьому діяльність банку як управителя ФФБ регулюється нормативними актами Національного банку України і є його додатковою банківською послугою.

Відмінність полягає у тому, що для фінансової компанії ця діяльність є основною, а для банку – лише однією із банківських послуг. У будь-якому випадку, коли у забудовників, девелоперів виникає питання вибору потенційного управителя, основними критеріями мають бути професійність, позитивний досвід роботи на ринку нерухомості, доступність і прозорість.

Вкладення коштів у ФФБ, управителем якого є великий системний банк, безпечно для інвестора з кількох причин:

1. ФФБ створюється тільки після затвердження повного комплексу будівельної документації по об'єкту будівництва й одержання забудовником дозволу на будівництво.

2. Виключається продаж однієї квартири декільком інвесторам. Інвестор має можливість забрати гроші назад до моменту здавання будинку в експлуатацію.

3. Кошти інвесторів, перебувають на окремому, спеціально відкритому рахунку ФФБ і банк-управитель несе відповідальність за їх збереження.

ФФБ може бути двох видів – виду А та виду Б.

Для *ФФБ виду А* поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, споживчі властивості об'єктів інвестування, коефіцієнти поверху та комфортності визначає забудовник, при цьому він бере на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва та зобов'язаний своєчасно ввести його в експлуатацію незалежно від обсягу фінансування.

Для *ФФБ виду Б* забудовник бере на себе зобов'язання дотримуватися рекомендацій управителя щодо споживчих властивостей об'єктів інвестування, здійснювати спорудження об'єктів будівництва без порушення графіків будівництва та відповідно до проектної документації і в межах загальної вартості будівництва, погодженої з управителем, та своєчасно ввести їх в експлуатацію у разі виконання управителем графіка фінансування будівництва. Своєю чергою, управитель визначає поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, коефіцієнти поверху та комфортності, а також бере на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва.

Система функціонування ФФБ передбачає:

- ⇒ замовлення управителем ФФБ забудовнику організації спорудження об'єктів будівництва шляхом укладання договору;
- ⇒ відкриття управителем ФФБ фінансування об'єктів будівництва;
- ⇒ внесення довірительом коштів до ФФБ та передавання їх управителю ФФБ в управління за договором про участь у ФФБ;
- ⇒ закріплення за довірительом обраного ним об'єкта інвестування;
- ⇒ можливість дострокового припинення управління майном за ініціативою довірителя, відкріплення від нього об'єкта інвестування, повернення довірительу коштів, або зміни об'єкта інвестування, уступки права вимоги за договором про участь у ФФБ третім особам, часткового отримання коштів з ФФБ;
- ⇒ фінансування управителем ФФБ спорудження об'єктів будівництва;
- ⇒ здійснення управителем ФФБ контролю за цільовим використанням забудовником спрямованих на будівництво коштів;
- ⇒ введення забудовником об'єкта будівництва в експлуатацію, письмове повідомлення про це управителя, замовлення технічної документації на об'єкт будівництва та на кожний об'єкт інвестування, передавання

управителю ФФБ відомостей щодо фактичної площі об'єктів інвестування;

✚ отримання довірителями у власність закріплених за ними об'єктів інвестування;

✚ закриття фінансування об'єкта будівництва та ін.

Основними перевагами ФФБ є:

1) Повна легальність цього способу інвестування будівництва. Механізм фінансування регламентується Законом України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» [7].

2) Порівняно з іншими механізмами, цей найпростіший і найбільш зрозумілий для довірителя – дрібного інвестора. Отримавши договір про участь у ФФБ і правила ФФБ, інвесторові буде зрозуміло, куди він вкладає гроші, коли і що він одержить у власність, таким чином зможе оцінити свої ризики.

3) Для забудовника – це найлегший із механізмів швидкого запуску процесу інвестування у будівництво. Для цього достатньо звернутися в банк або фінансову установу, яка спеціалізується на таких послугах, подати пакет документів, які підтверджують право на виконання функцій замовника будівництва, переконати фінансову установу у своєму потенціалі розпочати та успішно завершити будівництво, домовитися про ціну послуг та виконати договірні процедури між управителем і забудовником, які вимагає закон. Після цього відкривається ФФБ, і інвестори можуть вносити грошові кошти на будівництво.

4) У схемі обов'язковим є контроль цільового використання коштів, неможливість використання коштів ФФБ як гарантії, поручительства та застави за власними зобов'язаннями фінансової установи, у тому числі й при її ліквідації. Привабливим є також особливий статус створення Фонду фінансування будівництва – він не є юридичною особою, а кошти на балансі управителя розміщуються на праві довірчої власності.

Головним недоліком фінансування через ФФБ є певні протиріччя законодавства, інструкцій служб ДАБК, БТІ і т.п. Цей механізм не передбачає оптимізації оподаткування при надходженні коштів із ФФБ до забудовника, а також не страшує від проблемних питань, що виникають при введенні об'єкта в експлуатацію, при оформленні права власності. Все це, своєю чергою, призводить до збільшення ризиків діяльності. Механізм ФФБ законодавчо передбачає протистояння фінансової установи забудовнику, що не виконав свої зобов'язання, в інтересах довірителя, але на практиці, мало хто розуміє (доводить) реальність цього методу.

Фонди операцій із нерухомістю (ФОН) – це грошові кошти, залучені за рахунок придбання інвесторами емітованих банком або іншою фінансовою установою сертифікатів ФОН, з метою інвестування будівництва житла та отримання його у власність після викупу емітентом цих сертифікатів.

З появою Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю», який поклав початок сертифікатам ФОН, вони здобули серйозний конкурентний потенціал:

- по-перше, стали чи не єдино можливим способом залучення коштів у фінансування будівництва поряд із механізмами фондів фінансування будівництва;
- по-друге, вони забезпечені досить ліквідним і капіталомістким майном – нерухомістю;
- по-третє, дозволяють істотно оптимізувати оподаткування отримуваних доходів та відстрочити зобов'язання щодо сплати податків.

Передумовою створення фонду операцій із нерухомістю є емісія сертифікатів ФОН – цінних паперів, що засвідчують право їх власника на отримання частки чистих активів ФОН у грошовій формі після закінчення строку, на який був створений відповідний ФОН, та право вимагати дотримання обмежень прав довірчої власності управителем.

Чистими активами ФОН є кошти, розмір яких дорівнює різниці між вартістю майна ФОН та вартістю зобов'язань, що виникли внаслідок управління ФОН. Вартість чистих активів ФОН визначається на кінець робочого дня, що передує дню, в який буде проводитися розміщення або викуп сертифікатів ФОН, але не рідше одного разу на квартал.

Важливо наголосити, що на відміну від механізму ФФБ, учасники ФОН – власники сертифікатів ФОН **мають на меті отримання прибутку у грошовій формі**, в той час як учасники ФФБ, права яких посвідчуються свідоцтвами, а не цінними паперами, зацікавлені у набутті у власність житла чи нежитлових приміщень.

Для створення ФОН фінансова установа має розробити та затвердити Правила ФОН, інвестиційну декларацію та проспект емісії сертифікатів ФОН, організувати розміщення сертифікатів ФОН шляхом відкритого продажу або їх безпосередньої пропозиції заздалегідь визначеному колу осіб. Причому, основним принципом функціонування цього фінансово-кредитного механізму є створення за кожним об'єктом будівництва окремого ФОН.

Залучені до ФОН кошти використовуються на умовах управління майном в інтересах власників сертифікатів у порядку, визначеному Правилами ФОН. Власником сертифікатів ФОН може бути будь-яка юридична або фізична особа на відміну від інвестиційних сертифікатів венчурного фонду, власниками яких можуть бути тільки юридичні особи.

ФОН створюється на строк, встановлений проспектом емісії, і до його закінчення емітент сертифікатів цього ФОН не бере на себе зобов'язань щодо викупу таких сертифікатів. Після закінчення строку, на який був створений ФОН, він припиняє своє функціонування.

Механізм роботи Фондів операцій із нерухомістю є досить складним, тому багатьом учасникам ринку до кінця незрозумілий, що викликає недовіру до інвесторів.

Активними суб'єктами інвестиційної діяльності є **функціональні учасники**, до яких належать:

✎ *Фірми-девелопери* – юридичні особи, які беруть на себе функції з управління капіталом, що інвестується. Такі фірми самостійно здійснюють пошук найвигідніших напрямів вкладання коштів інвестора, розробку проекту, його фінансування, реалізацію та введення в експлуатацію. Окремі функції з реалізації проекту загалом чи його окремого етапу може брати на себе проект-менеджер (керівник проекту), який залучається спеціально на період реалізації інвестиційного проекту.

✎ *Фірми-ріелтери* – це фірми-посередники з інвестування в об'єкти нерухомого майна. Вони працюють не лише за угодами з продавцями нерухомості, а й визначають інвесторам економічну доцільність придбання тих чи інших готових будівель, споруд чи незавершених будівельних об'єктів.

✎ *Інжиніринго-консалтингові фірми* – це фірми, які займаються розробкою на договірних засадах різного роду документації – інформаційної, науково-технічної, проектно-кошторисної та інших. За замовленням окремого інвестора такі компанії виконують також техніко-економічне обґрунтування проекту, розробляють бізнес-план, здійснюють моніторинг проекту, авторський та технічний нагляд при його виконанні, організовують та проводять тендерні торги.

✎ *Будівельні фірми* – виконують весь комплекс робіт за інвестиційним проектом (проектно-кошторисні, будівельні, монтажні тощо) та здають інвестору готовий об'єкт «під ключ».

✎ *Аудиторські фірми* – виконують в інвестиційному процесі функції перевірки фінансово-господарської діяльності як власне інвестора, так і інших його партнерів. Аудитори дають оцінку активів та пасивів балансів фірми, розраховують показники ліквідності балансу, здійснюють оцінку інвестиційних якостей цінних паперів, оцінку капіталу власне інвестора та його акціонерів.

1.5. СТРАТЕГІЧНІ ЦІЛІ ТА НАПРЯМИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ

Інвестиційна діяльність компанії чи фірми є досить тривалою і тому має здійснюватися з урахуванням певної перспективи.

Інвестиційна стратегія – це процес формування інвестором системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності та вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Ринкові умови, що швидко змінюються, недосконалість та змінність законодавчої бази, інфляційні процеси та криза неплатежів вимагають гнуч-

кого підходу до формування інвестиційної стратегії. Вихідною передумовою формування інвестиційної стратегії є загальна стратегія економічного розвитку компанії. Щодо неї інвестиційна стратегія має підлеглий характер і має узгоджуватися з нею за цілями та етапами розвитку. Таким чином, інвестиційна стратегія має розглядатися як найважливіший фактор забезпечення ефективного розвитку компанії відповідно до обраної нею загальної економічної стратегії.

Процес *формування інвестиційної стратегії* підприємства проходить певні етапи:

- 1) визначення періоду реалізації інвестиційної стратегії з урахуванням розміру підприємства, його потужності, темпів розвитку, галузевої належності, а також передбачуваності розвитку економіки загалом;
- 2) визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності:
 - забезпечення приросту капіталу або підвищення рівня прибутковості інвестицій;
 - зміну пропорцій у структурі реального та фінансового інвестування через удосконалення галузевої та регіональної спрямованості інвестиційних програм;
 - удосконалення технологічної та відтворювальної структури капітальних вкладень;
- 3) розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів;
- 4) конкретизація інвестиційної стратегії за періодами її впровадження;
- 5) оцінювання розробленої інвестиційної стратегії за напрямками:
 - узгодженість цілей, напрямів і етапів інвестиційної стратегії з базовою стратегією підприємства;
 - внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії, тобто узгодженість окремих стратегічних цілей і напрямів інвестиційної діяльності між собою, а також послідовність їхнього виконання;
 - узгодженість інвестиційної стратегії із зовнішнім середовищем, тобто відповідність інвестиційної стратегії зміні інвестиційного клімату та кон'юнктури ринку;
 - можливості впровадження інвестиційної стратегії з урахуванням наявного ресурсного потенціалу;
 - прийнятність рівня ризику через аналіз інвестиційних ризиків і можливі наслідки для підприємства та шляхи їх компенсації;
 - результативність інвестиційної стратегії на основі визначення економічної ефективності реалізації інвестицій.

Залежно від мети інвестування, типу управління, характеру економічної ситуації та багатьох інших факторів можна виокремити різні інвестиційні стратегії. До групи базових належать:

⇒ **стратегія збереження**, що рекомендується інвесторам, які не бажають ризикувати своїм капіталом, а також тим, хто не впевнений у строках

інвестування. Оптимальним варіантом стратегії є той, що передбачає термінове виведення основної частини коштів (до 80–90 %) з інвестиційного ринку протягом року;

- ⇒ **стратегія накопичення**, орієнтована на інвесторів, які не бажають ризикувати. Мета стратегії – поступовий приріст капіталу, зіставний із дохідністю за безризиковим фінансовим інструментом;
- ⇒ **стратегія поміркованого росту** – рекомендується для інвесторів, які передбачають отримати високі доходи при обмежені потенційних ризиків;
- ⇒ **стратегія агресивного росту** – передбачає отримання максимально можливої дохідності на вкладений капітал за короткий період.

Для стратегічного інвестора, головна мета якого полягає у розширенні сфери впливу та участі в управлінні підприємством, можна назвати:

- ❖ **стратегію ефективного власника** – мета інвестора полягає не лише в отриманні доступу до певних видів продукції, але й у підвищенні науково-технічного та промислово-збутового потенціалу та фінансового оздоровлення підприємства-емітента. Основний дохід, що отримує інвестор, має довгостроковий характер і є результатом ефективної господарської діяльності. Використання цієї стратегії передбачає не лише наявність значних фінансових ресурсів, але й досвід, зв'язки, а також знання технології виробництва, ринків збуту та інших особливостей підприємства, що контролюється.
- ❖ **стратегію спекулятивного злиття та поглинання**, зміст якої полягає у придбанні контрольного пакету акцій для забезпечення доступу до дефіцитних товарів (послуг) фінансових ресурсів або з метою отримання у користування вигідних об'єктів нерухомого майна, інших майнових та немайнових прав. Інвестори, які використовують цю стратегію, можуть отримати прибуток, як за рахунок реалізації пакету акцій кінцевому інвестору, так і за рахунок управління грошовими потоками підприємства.

Якщо за ознаку класифікації взяти прибутковість, то учасники інвестиційного процесу розрізняють стратегії, що базуються на:

- ❖ зростанні інвестованого капіталу;
- ❖ забезпеченні отримання регулярного поточного доходу;
- ❖ раціональному поєднанні зростання капіталу та поточного доходу.

Стратегія зростання капіталу полягає в отриманні доходу за рахунок збільшення ринкової вартості об'єктів інвестування.

Стратегія регулярного поточного доходу припускає отримання добре прогнозованих доходів за рахунок дивідендів за акціями, відсотків і дисконту при погашенні боргових цінних паперів (наприклад, облігацій).

Стратегія збалансованого зростання припускає отримання регулярного поточного доходу та забезпечення середнього зростання вкладеного

капіталу. З метою забезпечення збалансованості між дохідністю й інвестиційним ризиком іноді рекомендується така структура вкладень:

- ✓ 35–45 % – акції фінансово надійних підприємств;
- ✓ 35–45 % – акції та конвертовані облигації «блакитних фішок»;
- ✓ 10–30 % – державні та муніципальні цінні папери.

Інвестиційну стратегію слід розглядати і як процес стратегічного управління інвестиційною діяльністю, який дозволяє сформулювати глобальну мету розвитку фірм, позицію менеджерів та оперативно пристосовуватися до змін ринкового середовища.

Управління інвестиційною діяльністю або інвестиційний менеджмент – це система принципів та методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних із здійсненням різних аспектів інвестиційної діяльності. Інвестиційний менеджмент тісно пов'язаний з іншими фундаментальними системами управління підприємства. Наприклад, з фінансовим менеджментом через формування інвестиційних ресурсів; з виробничим менеджментом цей зв'язок опосередковується через спільне управління формуванням основних та оборотних коштів; з менеджментом персоналу через здійснення інтелектуальних інвестицій в робітників підприємства.

Основною метою інвестиційного менеджменту є забезпечення найефективнішої реалізації інвестиційної стратегії суб'єктів підприємницької діяльності на усіх етапах розвитку [8, с. 46].

Ефективне управління інвестиційною діяльністю має здійснюватися на основі таких принципів, як:

- *Взаємозв'язок із загальною системою управління на підприємстві загалом та з окремими функціональними системами управління зокрема.*
- *Спрямованість дій інвестиційного менеджменту на досягнення конкретних цілей інвестування.*
- *Визначення напрямів інвестиційного менеджменту залежно від об'єктів інвестування.*
- *Єдність інвестиційної стратегії та інвестиційного менеджменту на підприємстві.*
- *Єдність інвестиційних цілей, результатів інвестиційної діяльності та засобів їх досягнення.*
- *Комплексність інвестиційного менеджменту, що передбачає планування, аналіз, регулювання та контроль за інвестиційною діяльністю.*
- *Розробка методів та засобів інвестиційного менеджменту з урахуванням підвищення ефективності виробництва, збільшення прибутку та мінімізації інвестиційних ризиків.*

У процесі реалізації основної мети та з урахуванням основних принципів інвестиційний менеджмент має вирішувати такі основні завдання:

- *Забезпечити високий темп економічного розвитку суб'єктів підприємництва шляхом здійснення ефективної інвестиційної діяльності, ро-*

зширення її обсягів, а також шляхом галузевої, асортиментної та регіональної диверсифікації цієї діяльності.

➤ Максимізувати прибутки від інвестиційної діяльності, бо прибуток є не тільки результатом інвестиційної, а й усієї господарської діяльності підприємства. Тому, за наявності альтернативних напрямів інвестування, потрібно обирати такий об'єкт, який забезпечить найбільшу суму чистого прибутку в розрахунку на вкладений капітал.

➤ Мінімізувати інвестиційні ризики, бо за несприятливих умов вони можуть призвести до втрати не тільки прибутків, а й частини інвестиційного капіталу.

➤ Забезпечити фінансову стабільність і платоспроможність суб'єктів підприємництва у процесі реалізації інвестиційних програм. Оскільки інвестиційна діяльність пов'язана з вкладанням значних фінансових ресурсів, зазвичай на тривалий період, то це може призвести до зниження платоспроможності інвестора, несвоєчасної сплати поточних рахунків і платіжних зобов'язань перед контрагентами, державним бюджетом тощо.

➤ Визначити можливі варіанти прискорення реалізації інвестиційних програм. Останні необхідно реалізувати якнайшвидше, оскільки це сприятиме прискоренню економічного розвитку підприємств (організацій), швидкому формуванню грошових потоків у вигляді прибутку від інвестицій та амортизаційних відрахувань, скороченню темпів використання кредитних ресурсів, зменшенню інвестиційних ризиків, пов'язаних із несприятливими змінами кон'юнктури інвестиційного клімату [9].

Усі розглянуті завдання тісно взаємопов'язані між собою та визначають такі основні *функції інвестиційного менеджменту*:

- дослідження поточного стану інвестиційного ринку та прогнозування зміни його кон'юнктури;
- розробка стратегічних напрямів інвестиційної діяльності підприємства;
- пошук та оцінювання найефективніших об'єктів інвестування;
- розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів суб'єкта інвестиційної діяльності залежно від об'єкта інвестування;
- формування та оцінювання інвестиційного портфеля за критеріями дохідності, ризику та ліквідності;
- управління реалізацією окремих програм та проектів;
- пошук найефективніших заходів мінімізації інвестиційних ризиків;
- здійснення ефективного контролю за реалізацією інвестиційної діяльності.

Інвестиційний менеджмент має свою специфіку, що визначається такими напрямками, як управління:

- ✓ *реальними інвестиціями;*
- ✓ *фінансовими інвестиціями;*
- ✓ *інвестиційним портфелем підприємства;*
- ✓ *формуванням інвестиційних ресурсів.*

Кожен із цих напрямів має свої завдання.

Наприклад, у процесі управління реальними інвестиціями важливим є формування програми реальних інвестицій, визначення загального обсягу та об'єктів реального інвестування з урахуванням високої ефективності, ліквідності та мінімального ризику.

Політика управління фінансовими інвестиціями містить аналіз фінансових ринків, визначення обсягів фінансових інвестицій у поточному періоді, вибір об'єктів інвестування (фінансових інструментів), оцінку інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів, формування портфеля фінансових інвестицій та забезпечення його ефективного управління.

Інвестиційний портфель – це визначена сукупність об'єктів реального та фінансового інвестування, яка формується відповідно до цілей попередньо розробленої інвестиційної стратегії інвестора.

За теперішніх умов портфель може формуватися як сукупність певної кількості об'єктів реального чи фінансового інвестування.

Головною метою інвестиційного портфеля є забезпечення реалізації інвестиційної стратегії компанії шляхом підбору найбільш ефективних та безпечних об'єктів інвестування.

Теорія інвестиційного портфеля була розроблена американським вченим Марковіцем, який визначав зміст портфеля як способу вкладання інвестором своїх заощаджень у різні види активів, та Уільямом Шарпом, який визначає послідовність формування інвестиційного портфеля, а саме:

- вибір інвестиційної політики;
- аналіз ринку цінних паперів;
- формування портфеля цінних паперів.

Інвестиційний портфель формується відповідно до інвестиційної стратегії (політики) з урахуванням таких чинників:

- фінансової можливості інвестора (наявності внутрішніх джерел фінансування);
- можливості залучення зовнішніх джерел фінансування, вітчизняних та іноземних;
- інвестиційного клімату;
- кон'юнктури інвестиційного ринку;
- особливостей інвестиційної стратегії (рівень агресивності інвестиційної стратегії, схильність інвестора до ризику, спроможність ефективно управляти портфелем).

Інвестиційні портфелі класифікуються за багатьма ознаками залежно від мети, яку переслідує інвестор, див. табл. 1.4:

Таблиця 1.4.

Класифікація інвестиційних портфелів

| Ознака класифікації | Характеристика інвестиційних портфелів |
|-----------------------------------|--|
| Мета інвестування | <ul style="list-style-type: none"> ➤ формування заради отримання прибутку ➤ з метою збереження капіталу ➤ з метою приросту капіталу ➤ з метою забезпечення резервів ➤ з метою підтримки ліквідності ➤ з метою розширення економічного впливу ➤ з метою спекуляції |
| Вид | <ul style="list-style-type: none"> ➤ портфелі цінних паперів ➤ портфелі реальних інвестицій ➤ депозитарні портфелі ➤ іпотечні портфелі ➤ валютні ➤ кредитні ➤ портфелі іноземних інвестицій ➤ комбіновані |
| Рівень ризику | <ul style="list-style-type: none"> ➤ безризикові ➤ з мінімальним ризиком ➤ з середнім ризиком ➤ високо ризикові ➤ авантюрні |
| За спеціалізацією портфеля | <ul style="list-style-type: none"> ➤ галузеві ➤ регіональні ➤ загально-державні ➤ муніципальні ➤ портфелі іноземних інвестицій |
| Заспособами управління | <ul style="list-style-type: none"> ➤ фіксований ➤ керований |

Формування інвестиційного портфеля має здійснюватися за такими принципами:

- 1) принцип відповідності складу портфеля до інвестиційної стратегії компанії;
- 2) принцип забезпечення відповідності портфеля інвестиційним ресурсам;
- 3) принцип оптимізації співвідношення дохідності та ризику;
- 4) принцип оптимізації співвідношення дохідності та ліквідності;
- 5) принцип керованості інвестиційним портфелем.

Процес формування та управління інвестиційного портфеля має здійснюватися в такій послідовності:

1. Визначення основної мети інвестиційної політики.
2. Визначення структури інвестиційного портфеля та його складових.
3. Визначення об'єктів інвестування, з яких планується сформувати портфель.
4. Визначення термінів придбання і зберігання об'єктів інвестування у портфелі.
5. Диверсифікація складових частин портфеля.
6. Обґрунтування схеми управління інвестиційним портфелем.
7. Формування механізмів страхування від ризику.
8. Оцінка дохідності, ризику та ліквідності інвестиційного портфеля.
9. Оптимізація оподаткування цінних паперів інвестиційного портфеля.
10. Юридичні питання.
11. Кінцева оптимізація структури інвестиційного портфеля за встановленими критеріями дохідності, ризику та ліквідності.

Згідно з розробленою стратегією, інвестор прагне оптимізувати свій портфель таким чином, щоб забезпечити досягнення всіх стратегічних цілей шляхом пошуку найбільш прийнятних сполучень усіх чинників. Найважче оптимізувати дохідність і ризик, адже найбільш дохідне інвестування водночас є найбільш ризикованим.

У процесі управління формуванням інвестиційних ресурсів важливим є визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів, вибір ефективних схем фінансування інвестиційної діяльності, забезпечення максимального обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, забезпечення необхідного обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів з зовнішніх джерел, визначення оптимального співвідношення структури капіталу та забезпечення мінімізації вартості залучених інвестиційних ресурсів із різних джерел.

Отже, основною метою стратегічного управління інвестиційною діяльністю є визначення напрямів, методів, засобів та форм інвестування з метою підвищення ефективності виробництва та збільшення прибутку підприємства.

1.6. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

Концептуальні основи державного регулювання інвестиційних процесів у країнах із ринковою економікою змінювалися та розвивалися під впливом розвитку економічної теорії, яка базувалася на класичній, неокласичній, кейнсіанській та інших моделях механізму ринкового регулювання національної економіки.

Зокрема, *класична школа політичної економії*, започаткована Адамом Смітом (1723–1790) і Давидом Рікардо (1772–1823), здійснила великий вплив на подальший розвиток економічної науки та формування економіч-

ної політики держави. Універсальність та космополітичність класичної теорії (характеристика якісних основ ринкової економіки – вартість, ціни, доходів, інвестицій та інших джерел, доведення об’єктивної суті економічних законів, необхідності свободи підприємництва) забезпечували їй виняткову увагу у будь-якій країні, хоча особливості економічного розвитку кожної з них сприяли її модифікації. Класичні доктрини набули розвитку у працях «економістів нової хвилі» – Сея, Лодердейла, Мальтуса, Сенсора, Бастія, Мілля та інших, які висвітлили проблеми відповідного етапу розвитку суспільства. Їх особистий внесок у теорію інвестицій полягає у визначенні ролі держави у регулюванні інвестицій та інвестиційних процесів, зокрема [11]:

➤ *Жан Батист Сея (1767–1832)* трансформував теорію про трудове походження багатства в теорію трьох факторів виробництва: людина, капітал та земля – основні агенти виробництва, чинники зростання багатства у суспільстві. На думку Сея, збільшення пропозиції є передумовою зростання попиту. На підставі ринкових законів Сея, згідно з якими врівноважування економіки відбувається через ціноутворення, він формує свою доктрину щодо державного регулювання економіки, а саме: завданням доброго уряду є стимулювання виробництва, а поганого – попиту, бо проблема попиту вирішується разом із отриманням засобів для придбання продукту, а ці засоби дає виробництво.

➤ *Джеймс Лодердейл (1759–1839)* – його суттєвим внеском у теорію інвестицій було визнання ролі реальних доходів у процесі інвестування та визначення порядку формування сукупного попиту, раціонального та рівномірного його розподілу між верствами населення, а також впливу фіскальної політики держави на сукупний попит і привернення уваги до проблеми науково-технічного прогресу як чинника інвестицій.

➤ *Томас Мальтус (1766–1834)*, як і всі тогочасні економісти приділяв значну увагу проблемі впливу міжнародної торгівлі на внутрішній економічний розвиток. Обстоюючи право на вільне підприємництво як основну умову саморегулювання економіки, Мальту водночас був прихильником втручання держави у сферу міжнародної торгівлі. У вільній торгівлі він передбачає загрозу для нормальної дії механізмів саморегулювання інвестиційних процесів, оскільки приплив імпортованих товарів негативно впливає на прибутковість національних галузей. Мальтус пропонує контролювати рух товарів між країнами, забезпечуючи розвиток власної економіки, але не стримувати імміграції інвестиційних товарів і капіталів. Іноземні інвестиції, на думку Мальтуса, є стабілізатором, що забезпечує вирівнювання коливань попиту на інвестиційні товари. Немає необхідності їх регулювати, оскільки вони припливають у пошуках високої норми прибутку. Однак держава повинна обережно ставитися до іноземних капіталів, особливо до відпливу таких, що загрожують балансу попиту на капітал.

➤ *Джеймс Мілля (1773–1836)*. Особистий внесок Мілля в теорію інвестицій полягає у визначенні ролі держави в регулюванні інвестицій та

інвестиційних процесів, зокрема, через *грошову політику держави*. Він виходив із нейтральності грошей, стверджуючи, що вони лише беруть участь у перерозподілі доходів і не впливають на інвестиції. Гроші не є капіталом і не виконують, на думку Мілля, жодної функції капіталу. Тому й банківський кредит покликаний лише «переказувати» капітали з однієї сфери в іншу. Але стосовно інфляції, Мілля погоджується, що вона є суттєвим чинником капіталоутворення. Він аналізує можливість застосування інфляційних заходів для регулювання інвестиційних потоків, спрямування їх у необхідне русло. Інфляція підвищує норму процента тоді, коли її спричинено державними витратами, що фінансуються за рахунок випуску неконвертованих паперових грошей, але одночасно додатковий банківський кредит або приплив золота веде до зниження норми процента. Обсяги кредитних операцій та інвестицій зростають, якщо норма процента знижується. У точці рівноваги ринкова норма процента і прибутку на капітал вирівнюються, забезпечуючи стабілізацію інвестиційних процесів. Отже, неконвертована валюта може бути використана державою з метою валютного регулювання ставки процента. Одним із найважливіших важелів, за Міллем, є оподаткування, яке зумовлює підвищення цін і зводить попит. Він зазначає, що якби можна було відокремити споживання від інвестицій, то податок на споживчі товари був би бажанішим, ніж податок на доходи. Але оскільки цього зробити не можна, не зруйнувавши основи інвестування, необхідно шукати інші шляхи поповнення бюджету, наприклад використовуючи прогресивне оподаткування надмірних нетрудових доходів (ренти, процента).

У другій половині XIX ст. та на початку XX ст. спостерігається трансформація класичної інвестиційної концепції у нові неокласичні теорії. Зокрема, у 20-х роках в США з'явилась група економістів-прихильників ідеї стабілізації економіки через регулювання інвестиційного циклу за допомогою виваженої кредитно-грошової політики, лідером якої був *Ірвінг Фішер (1867–1946)*. У своїх працях Фішер зазначає, що на економіку впливають зовнішні щодо дії ринкових сил чинники – передусім державні грошові інститути, які формують грошову масу. Держава, змінюючи обсяги пропозиції грошей, здатна впливати на ставки дохідності, тим самим посилюючи «ефект доходів» щодо «ефекту заміщення». Фішер розкриває *механізм впливу грошової маси на розміри заощаджень*: пропозиція грошей у короткостроковому періоді знижує розміри процентних ставок, але за більш тривалого часу збільшення кількості грошей в обігу призводить до «розкручування» інфляції та спричиняється зростання процентних ставок. Водночас, інфляція спонукає до негайного споживання, зводячи обсяги заощаджень і руйнуючи основи майбутнього інвестування.

Фішер вперше докладно описав зв'язок між процентною ставкою і темпами інфляції. Він показав, що прогнозоване зростання рівня інфляції призводить до пропорційного зростання процентних ставок і, навпаки, зниження прогнозованого рівня інфляції веде до зниження рівня процентних

ставок. Ця закономірність отримала назву «*ефекту Фішера*». Згортання інвестиційного потенціалу суспільства і сповільнення темпів економічного зростання внаслідок розширювальної грошової політики держави та інфляції згодом назвали «*правилом Фішера*». [11, с. 70–72]

На основі класичних та неокласичних теорій на початку ХХ ст. була започаткована доктрина економічного регулювання державою економіки, зокрема у працях Д. Гобсона, А. Пігу, Р. Хоутрі та інших.

У працях *Джона Гобсона (1858–1940)* розкрита функція держави на інвестиційному ринку – суспільство не може регулювати споживання, але воно може впливати на доходи, зрівнюючи їх для запобігання нераціональному, марнотратному споживанню заможних верств населення. Перерозподіляти доходи держава може фіскальними та регламентуючими методами. Останнє стосується визначення й законодавчого затвердження мінімального рівня заробітної плати. Витрати держави на соціальну допомогу сприяють розширенню кола споживачів традиційних товарів, а також збільшенню заощаджень. Держава також повинна створювати додаткові робочі місця та інвестувати створення для неї галузей виробництва. Отже, Гобсон вважав, що держава може й повинна створювати умови, які б сприяли розвитку інвестиційних процесів.

Артур Пігу (1877–1959) визначає за неможливе втручання держави в економіку на мікроекономічному рівні і формулює теорію «*зовнішніх ефектів*», відповідно до якої руйнування ринкових механізмів відбувається під впливом зовнішніх щодо економіки чинників, дію котрих зумовлено розбіжністю приватних та суспільних інтересів, розбіжністю інтересів фірм та суспільства загалом. Формою прояву таких розбіжностей є суперечність між прибутками та національним доходом. Ці зовнішні чинники утворюють середовище, в якому функціонує економіка. Пігу доводить, що держава може впливати на них, не гальмуючи вільної дії ринкових механізмів і стимулюючи економічний розвиток.

Таким чином, у центрі уваги Пігу опиняються інвестиційні процеси, інтенсивність яких зумовлює відповідний рівень економічного зростання. Тому він досліджує проблему *формування державного середовища*. Як засоби впливу на формування відповідного інвестиційного середовища він розглядає непрямі – грошову сферу, перерозподіл доходів за допомогою фіскальних засобів, субсидування розвитку перспективних галузей і капіталовкладення за рахунок бюджетних витрат, а також прямі – використання державою «зовнішніх ефектів» через адміністративний вплив: контроль за ціноутворенням і встановлення квот та тарифів з метою обмеження влади монополій на ринку.

Ральф Хоутрі (1879–1975), інший представник неокласичної теорії, вважав, що основою економічної системи будь-якої країни є грошово-кредитна політика, а щоб така політика була ефективною, необхідний контроль держави передусім за діяльністю банків.

Ральф Хутрі визначав, що грошово-кредитна політика держави має бути гнучкою: не надто експансіоністською, не надто обмежувальною. Дійовими чинниками такої політики мають бути: інвестиційна діяльність самої держави; надання державою кредитів комерційним банкам під регульовану ставку відсотку; політика високого рівня заробітної плати, що має забезпечити пропорційно більший приплив грошей і пропорційно вищі прибутки і ціни; перерозподільна політика держави, що має сприяти частковому вирівнюванню доходів. Політика у сфері заробітної плати та кредитно-грошова політика мають бути взаємопов'язані, бо тільки за рахунок стабілізації процесів інвестування можна забезпечити грошову рівновагу і стабільність заробітної плати та цін.

Майже всі представники неокласичного напрямку початку ХХ ст. визнавали, що в центр економічного розвитку треба покласти інвестиційні процеси, які саморегулюванню не піддаються, а потребують координуючого втручання з боку держави.

Вагомого значення проблемі державного регулювання інвестиційних процесів і формування інвестиційного середовища за умов кризового розвитку надав *Джон Мейнард Кейнс (1883–1946)*. Провідна ідея теорії Кейнса — необхідність державного регулювання капіталістичної економіки, зокрема свідомого створення макроекономічних умов для економічного зростання через формування економічних механізмів залучення інвестицій у національне господарство. Він не заперечує впливу меркантилізму на його концепцію державного регулювання економічних процесів: як і меркантилісти, він розглядає збільшення маси грошей в обігу, як засіб їхнього здешевлення і, відповідно, зниження ставок процента; схвалює зростання цін як засіб стимулювання розвитку торгівлі й виробництва; стверджує, що недостатня кількість грошей в обігу породжує безробіття і скорочення виробництва; підносить проблеми економічної політики до національного рівня.

Кейнс уперше вказує на необхідність стимулювання інвестиційного процесу шляхом втручання держави в економіку через стимулювання ефективного попиту. Узявши як засадну тезу те, що визначальною складовою ефективного попиту є інвестиційний попит (виробниче споживання), Кейнс пропонує впливати на інвестиційні процеси за допомогою грошово-кредитної та бюджетної політики.

Грошово-кредитна політика, за Кейнсом, має базуватись на врахуванні "*ефекту Фішера*", у т. ч. заходи, спрямовані на створення ілюзії підвищення норми прибутку, щоб сприяти інвестуванню заощаджень, а саме:

- помірне нарощування інфляції методом грошових шоків, що забезпечує знецінення заощаджень та створює ілюзію збільшення доходу на інвестовані кошти, а з іншого боку, внаслідок інфляційного очікування сприяє зростанню поточного споживання;
- планове зниження норми процента через штучне зниження і фіксацію норми процента на державні кредитні засоби (Кейнс не виключав, що

коли зниження ставки процента відбуватиметься одночасно зі збільшенням грошової маси, може виникнути «пастка ліквідності», тобто спрацює правило Фішера).

Бюджетні методи, які є складовою економічної програми, Кейнс пов'язує зі збільшенням державних витрат та зменшенням доходів бюджету (дефіцит державного бюджету). Він пропонує:

- ✓ використовувати щодо підприємців, що здійснюють інвестування, стимулюючу систему оподаткування;
- ✓ нарощувати державні інвестиції в пріоритетні галузі (такі, що стимулюють розвиток інших виробництв) за рахунок витрат бюджету;
- ✓ створити систему держзамовлень і держзакупівель, що дало б можливість підприємцеві прогнозувати наслідки своєї діяльності;
- ✓ здійснювати державне субсидування корпорацій з метою стимулювання інвестицій;
- ✓ розвивати державну позичкову систему, яка уможлиблювала б вплив на ставку процента;
- ✓ розвивати та підтримувати систему суспільних робіт (навіть щодо «паразитуючих» виробництв, особливо виробництва озброєння).

Як важливий фактор стимулювання інвестиційної діяльності, Кейнс розглядає споживчий попит, а тому завданням державної політики вважає виховання нових потреб, особливо в заможних верств населення. З цією метою він пропонує створити цілу індустрію, підпорядковану ідеології економічного відродження (пропаганда через засоби масової інформації, кіноіндустрія, освітні заклади тощо).

Значну роль у макроекономічній моделі Кейнса відіграє *механізм інвестиційного мультиплікатора*.

Мультиплікатор — це відношення обсягів доходів до обсягів інвестицій. Інвестиційний мультиплікатор власне і є показником зростання попиту та, відповідно, й доходів зі збільшенням інвестицій. Таким чином, Кейнс формулює правило:

❖ *будь-який новий приріст інвестицій автоматично забезпечує приріст сукупних доходів, в яких частка заощаджень зростає переважаючими темпами стосовно частки, котра споживається, а, отже, забезпечується основа майбутніх інвестицій.*

На думку Кейнса, мультиплікатор дає змогу оцінити ефект від державного стимулювання, тобто державних витрат. Стимулюючий ефект мультиплікатора залежить від багатьох факторів. Так, якщо збільшуються податки, то розміри віддавання державних витрат знижуються. Якщо імпорт є досить значним, то частина «нових» доходів йде за кордон, зростає ймовірність дефіциту платіжного балансу.

Оскільки за Кейнсом, інвестиційна діяльність є менш стабільною, сильніше впорядкованою зовнішнім впливам, ніж сфера попиту, то приймаю-

чи рішення з макроекономічного регулювання, економічну політику слід будувати саме на дії мультиплікаторних зв'язків.

Окрім названих напрямів розвитку економічної науки в сучасних умовах, у практиці державного регулювання інвестиційних процесів використовуються й інші пропозиції, сформульовані в рамках різноманітних економічних теорій. Усі вони свідчать про те, що ефективність регулювання в умовах ринкової економіки визначається переважно кон'юнктурою інвестиційних ринків, що склалася, та очікуваною (прогнозованою), які в широкому розумінні слід розглядати як сукупність ринків інвестицій (процеси накопичення й використання ресурсів) і ринків інвестиційних товарів (здебільшого, процесів емісії й розміщення фінансових активів). У зв'язку з цим, та чи інша модель системи державного регулювання інвестиційної діяльності має застосовуватися залежно від кон'юнктури інвестиційних ринків.

Теоретична та практична цінність систем державного регулювання, апробованих у країнах із ринковою економікою є для України дуже важливою. Однак перехідний характер української економіки має свої специфічні особливості, які роблять неможливим наслідування досвіду становлення ринкових відносин в передових країнах світу і подолання негативних наслідків кризових явищ.

В умовах реформування економіки в Україні мають бути розроблені власні механізми державного регулювання інвестиційних процесів, орієнтовані на створення правових основ функціонування на ринку капіталу, формування стратегічних та тактичних цілей і пріоритетів, дотримання соціальних цінностей, спрямованості інвестицій на вирівнювання сукупного попиту і сукупної пропозиції, частковий перерозподіл доходів галузей і виробництв, регулювання зовнішніх інвестицій і валютного ринку, спрямування інвестицій на розвиток економіки і повну зайнятість.

Державне регулювання інвестиційної діяльності здійснюється з метою реалізації економічної, науково-технічної і соціальної політики. Воно визначається показниками економічного і соціального розвитку України, республіканськими і регіональними програмами розвитку народного господарства, республіканськими і місцевими бюджетами, передбачуваними в них обсягами державного фінансування інвестиційної діяльності.

Державне регулювання інвестиційної діяльності складається з управління державними інвестиціями, а також регулювання умов інвестиційної діяльності і контролю за її здійсненням усіма інвесторами та учасниками інвестиційної діяльності.

Державне регулювання умов інвестиційної діяльності здійснюється шляхом прямого (адміністративно-правового) та непрямого втручання в інвестиційну діяльність, див. рис. 1.5.

Відносини, що виникають при здійсненні інвестиційної діяльності в Україні, регулюються Законом «Про інвестиційну діяльність» [1] та іншими законодавчими актами України. Інвестиційна діяльність суб'єктів

України за її межами регулюється законодавством іноземної держави, на території якої ця діяльність здійснюється, відповідними договорами України, а також спеціальним законодавством України.



Рис. 10.1. Важелі державного впливу на інвестиційний клімат

Особливості здійснення інвестиційної діяльності на території України суб'єктами інвестиційної діяльності, розташованими за межами України, а також цими суб'єктами і суб'єктами України в зонах вільного підприємництва в Україні визначаються спеціальним законодавством України. При цьому створюються пільгові умови інвесторам, що здійснюють інвестиційну

діяльність у найбільш важливих для задоволення суспільних потреб напрямах.

Інвестиційна діяльність суб'єктів України за її межами регулюється законодавством іноземної держави, на території якої ця діяльність здійснюється, відповідними договорами України, а також спеціальним законодавством України.

Одним з найважливіших методів державного регулювання інвестиційної діяльності є обов'язкова комплексна державна експертиза інвестиційних програм та проектів. Інвестиційні програми та проекти будівництва незалежно від джерел фінансування підлягають обов'язковій комплексній державній експертизі у повному обсязі, крім об'єктів, затвердження проектів будівництва яких не потребує висновку комплексної державної експертизи. Перелік таких об'єктів встановлюється Державним комітетом з будівництва та архітектури відповідно до законодавства.

Держава гарантує стабільність умов здійснення інвестиційної діяльності, дотримання прав і законних інтересів її суб'єктів. Умови договорів, укладених між суб'єктами інвестиційної діяльності, зберігають свою чинність на весь строк дії цих договорів і у випадках, коли після їх укладення законодавством (крім податкового, митного та валютного законодавства, а також законодавства з питань ліцензування певних видів господарської діяльності) встановлені умови, що погіршують становище суб'єктів або обмежують їх права, якщо вони не дійшли згоди про зміну умов договору.

Державні органи та їх посадові особи не мають права втручатися в діяльність суб'єктів інвестиційної діяльності, крім випадків, коли таке втручання допускається чинним законодавством і здійснюється в межах компетенції цих органів та посадових осіб.

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

Держава гарантує захист інвестицій незалежно від форм власності, а також іноземних інвестицій. Захист інвестицій забезпечується законодавством України, а також міжнародними договорами України. Інвесторам, у тому числі іноземним, забезпечується рівноправний режим, що унеможливає застосування заходів дискримінаційного характеру, які могли б перешкодити управлінню інвестиціями, їх використанню та ліквідації, а також передбачаються умови і порядок вивозу вкладених цінностей і результатів інвестицій.

З метою забезпечення сприятливого та стабільного інвестиційного клімату держава встановлює державні гарантії захисту інвестицій.

Державні гарантії захисту інвестицій – це система правових норм, спрямованих на захист інвестицій та які не стосуються питань фінансово-господарської діяльності учасників інвестиційної діяльності та сплати ними податків, зборів (обов'язкових платежів). Державні гарантії захисту інвестицій не можуть бути скасовані або звужені стосовно інвестицій, здійснених у період дії цих гарантій.

Основними формами *непрямого регулювання* державою інвестиційної діяльності є: створення відповідного інвестиційного середовища (політичного, економічного, правового, соціального), що передбачає, своєю чергою, крім створення певних економічних умов господарювання для суб'єктів інвестиційної діяльності, і *методи макроекономічного впливу на інтенсивність інвестування* через бюджетно-податкову, грошово-кредитну, амортизаційну та інноваційну політики, а також політику сприяння залученню іноземних інвестицій.

Бюджетно-податкова політика держави направлена, насамперед, на систему заходів, пов'язаних із перерозподілом доходів підприємств і громадян країни, з метою оптимального формування дохідної частини бюджету і збереження у підприємств ринкових стимулів до інвестиційної діяльності та одержання прибутків. Оскільки бюджет складається з дохідної і витратної частини, то і бюджетні методи регулювання інвестиційної діяльності можна розділити за двома напрямками: податкова політика держави та державне управління видатковою частиною бюджету.

Податкова політика держави вважається одним з найвагоміших напрямів регулювання інвестиційної діяльності. Важлива роль у активізації інвестиційної діяльності засобами податкової політики належить загальному рівню оподаткування та ставкам окремих податків, які формують обсяги прибутків господарюючих суб'єктів. Стратегічною метою податкової політики є створення стабільної податкової системи, яка забезпечувала б достатній обсяг надходжень до бюджетів усіх рівнів, ефективне функціонування економіки, створення умов для подальшого інтегрування України до світової економіки.

Податкова політика держави має сприяти покращенню інвестиційного клімату в Україні через:

- ⇒ зниження податкового навантаження шляхом скорочення переліку податків, зборів (обов'язкових платежів), зменшення податкового навантаження на фонд оплати праці для формування солідарних соціальних фондів та перехід до формування персоніфікованих фондів;
- ⇒ розширення бази оподаткування шляхом скасування пільг, які безпосередньо не пов'язані з інноваційною та інвестиційною діяльністю;
- ⇒ запровадження механізму декларування податкових пільг суб'єктами – платниками податків;
- ⇒ запровадження оподаткування нерухомості;

- ⇒ стимулювання інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств з удосконаленням умов оподаткування, що стимулюють поновлення основних виробничих фондів та розвиток малого бізнесу;
- ⇒ підвищення рівня сплати податків і зборів (обов'язкових платежів);
- ⇒ недопущення подвійного оподаткування нерезидентів.

Державне управління видатковою частиною бюджету є дієвим механізмом або засобом впливу на економічне зростання і підвищення інвестиційної активності. Бюджетне регулювання інвестицій здійснюється переважно через: визначення обсягів бюджетного фінансування та кредитування для пріоритетних галузей економіки; державні контракти, за допомогою яких можна регулювати інвестиційну активність підприємств недержавної форми власності, продукція яких є важливою необхідністю для державного споживання. Розробка, фінансування та реалізація цільових комплексних програм – це також одна з форм державного регулювання, а у країнах з ринковою економікою вона є основною формою програмного управління.

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

Основними напрямками державної грошово-кредитної політики в стимулюванні інвестиційних процесів в Україні є:

- ❖ створення правового механізму регулювання економіки, який забезпечить фінансово-кредитним установам належне місце в регулюванні інвестиційного процесу для поєднання фінансово-банківського та промислового капіталів;
- ❖ визначення державної політики щодо оподаткування фінансового капіталу, зокрема оптимізації податків на прибуток кредитних установ, які здійснюють кредитування інвестиційних проектів;
- ❖ врегулювання ризику та рівня прибутковості операцій, пов'язаних з інвестиціями, а також правових умов перетворення короткострокових фінансових ресурсів у довгострокові;
- ❖ розвиток фінансово-банківських установ, що здійснюватимуть інвестиційні операції, діяльність яких має зосереджуватися на фінансуванні інвестиційних проектів у пріоритетних напрямках розвитку економіки України;

- ❖ впровадження заходів, які забезпечать розвиток участі банків у створенні фінансово-промислових груп та холдингів;
- ❖ запровадження механізму страхування інвестиційних ризиків банків з метою заохочення їх до надання довгострокових кредитів;
- ❖ залучити до активної інвестиційної діяльності суб'єктів різних форм власності та господарювання для розвитку національного виробництва та ринкової інфраструктури, створення інвестиційних нагромаджень, в якому має брати участь весь фінансовий капітал держави, в тому числі і його тіньові форми.

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

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

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

Основними напрямками державної амортизаційної політики є:

- створення економічної та правової бази для запровадження раціональних рівнів споживання, відшкодування та оновлення основного капіталу;
- обмеження державного регулювання у сфері амортизаційної політики та стимулювання інвестиційної ініціативи суб'єктів господарювання;
- відмова від суцільного примусового нарахування амортизаційних відрахувань за єдиним методом та запровадження кількох методів нарахування амортизації, надання суб'єктам господарювання права вибору конкретного методу нарахування амортизаційних відрахувань, а також права самостійно встановлювати конкретні строки служби основного капіталу в визначених законом межах;
- розмежування практики нарахування амортизаційних відрахувань відповідно до її економічної та податкової ролі;

- стимулювання суб'єктів господарювання до застосування прискореної амортизації та її інвестиційного спрямування шляхом надання податкових знижок;

- запобігання зростанню цін виробників шляхом надання можливості суб'єктам господарювання відносити прискорену амортизацію не на втрати виробництва, а на зменшення оподаткованої частини прибутку.

Вітчизняні підприємства можуть використовувати різні методи нарахування амортизації, проте, найчастіше, надають перевагу податковому, при якому встановлені конкретні норми амортизації та чітко регламентований порядок її нарахування. Податкову амортизацію можна, власне, розглядати і як пільгу для підприємств, які інвестують свій капітал у розширення виробництва, придбання основних фондів і підтримання їх у належному стані.

Надання підприємствам права самостійно проводити амортизаційну політику, безумовно, прогресивний крок, який дає змогу підприємствам визначити термін експлуатації основних засобів і обирати метод нарахування амортизації згідно з власними економічними інтересами.

Однак для подальшого удосконалення механізмів нарахування амортизації з метою активізації інвестиційних процесів на виробництві основними завданнями державної амортизаційної політики має бути:

- запровадження нарахування амортизаційних відрахувань на всі основні фонди (крім землі);

- закріплення за суб'єктами господарювання права на використання коштів власного амортизаційного фонду та заборона будь-яких централізованих вилучень з нього;

- надання податкових знижок тільки тим суб'єктам господарювання, які мають документальне підтвердження інвестиційного використання коштів амортизаційного фонду;

- збільшення кількості методів нарахування амортизаційних відрахувань;

- розробка класифікації основного капіталу за групами відповідно до характеру і строків його використання та зносу;

- запровадження для кожної групи основного капіталу економічно обґрунтованих індикативних норм для нарахування економічної амортизації та діапазонів припустимих відхилень, у межах яких суб'єкти господарювання обирають конкретні норми економічної амортизації самостійно;

- затвердження максимальних граничних рівнів податкової амортизації, в межах яких її обсяг може перевищувати обсяг економічної амортизації.

У результаті проведення цих заходів очікується:

- по-перше*, поліпшення фінансових результатів господарювання суб'єктів господарської діяльності;

- по-друге*, створення умов для формування додаткових інвестиційних ресурсів суб'єктами господарювання;

по-третє, формування бази даних для об'єктивної оцінки параметрів руху основного капіталу, необхідної для розробки прогнозів та програм економічного і соціального розвитку.

Для активного економічного зростання та підвищення інвестиційної активності важливе значення має також державне регулювання фондового ринку, інноваційна політика держави та політика заохочення іноземних інвестицій в економіку країни тощо.

Перелік і вплив засобів державного регулювання на інвестиційну діяльність можна продовжити і за іншими напрямками. Зокрема, актуальними сьогодні є проведення:

а) *єдиної державної регулятивної політики у сфері підприємництва*, спрямованої на досягнення оптимального рівня регулювання державою підприємницької діяльності, визначення правових засад державної підтримки малого підприємництва, регулювання процедури ліцензування та перегляду нормативно-правових актів з регулювання підприємницької діяльності в окремих секторах економіки з метою підвищення ефективності та конкурентоспроможності суб'єктів господарської діяльності;

б) *державної політики у сфері приватизації*, яка спрямовується на: заміну фіскальної моделі приватизації інвестиційною та інноваційною; приватизацію великих підприємств та підприємств-монополістів за окремими планами шляхом продажу контрольних пакетів акцій промисловим інвесторам; технічне та технологічне поновлення підприємств за рахунок частини коштів, що надійдуть від приватизації;

в) *регіональної політики держави*, завданням якої є надання істотного динамізму регіональному соціально-економічному розвитку шляхом повнішого та ефективного залучення у господарський обіг ресурсного потенціалу регіонів, використання переваг територіального поділу і кооперації праці на основі розширення повноважень і підвищення відповідальності місцевих органів виконавчої влади та органів місцевого самоврядування за вирішення поточних і перспективних проблем територій.

г) *державної аграрної політики*, основним завданням якої є за утвердження повноцінного ринку землі, сучасних земельно-орендних та іпотечних відносин, запровадження економічних стимулів раціонального використання та охорони земель, застосування дозволених нормами СОТ механізмів захисту національного аграрного ринку. Найголовнішими державними пріоритетами аграрної політики, направлений на активізацію інвестиційної діяльності в агропромисловому комплексі, є: інституційне забезпечення реформ; за утвердження ефективних механізмів захисту прав власності на землю; створення на селі сучасної ринкової інфраструктури, зокрема, оптових ринків, торгових домів та бірж; фінансове оздоровлення галузі через створення спеціалізованих банківських і альтернативних небанківських кредитних інституцій, механізмів фінансових гарантій повернення сільгосп-

виробниками кредитів, страхування фінансових ризиків; стимулювання розвитку сільськогосподарської кооперації тощо.

Література для вивчення теми

1. Закон України "Про інвестиційну діяльність" від 18 вересня 1991 р.
2. Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 22 травня 1997 р. – № 283/97.
3. Закон України "Про промислово-фінансові групи в Україні" від 21 листопада 1995 року.
4. Закон України "Про інститути спільного інвестування" (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 15 березня 2001 року – № 2299-III.
5. Закон України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" від 12 липня 2001 року – № 2664 – III.
6. Закон України "Про банки та банківську діяльність" від 7 грудня 2000 року – № 2121 – III.
7. Закон України "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" від 19.06.2003 – № 978-IV.
8. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів». Положення Міністерства фінансів України від 31.03.1999 р. – № 0391.
9. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП "Итем" ЛТД "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995, 447 с.
10. Массе Пьер. Критерии и методы оптимального определения капитальных вложений / Пер. с франц. Ф. Р. Окуновой и А. И. Гладшевского / Науч. ред. и вступит. статья А. В. Жданко. М.: Статистика, 1971.
11. Титаренко Н. О., Поручник А. М. Теорії інвестицій: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 2000. – 160 с.
12. J. M. Keynes. General Theory of Employment, Interest and Money. Collected Writings of Jjhn Maynard Keynes, vol. VII, London: Macmillan, 1973.
13. Markowitz Harg M. Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments. New York: Wiley, 1956.
14. Modigliani F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. American Economic Review, 48, 1958.
15. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, 3, 1964.
16. Sharpe W. Investment, – New York: Prentice Hall, 1985.
17. Schneider E. . Wirtschaftlichkeitsrechnung Theorie der Investition, 8 Aufl., Tübingen und Zürich, 1973.
18. Schneider E. Investition und Finanzierung. Lehrbuch der Investitions-, Finanzerungs- und Ungewißheitstheorie, 4. Aufl. Opladen, 1975.

Контрольні запитання та завдання

1. Визначте характерні ознаки економічної категорії «інвестиції».
2. Назвіть вітчизняних та зарубіжних вчених, які зробили найвагоміший внесок у розвиток інвестування як самостійної науки.
3. Визначте ознаки, за якими класифікують інвестиції.
4. Охарактеризуйте основні стадії інвестиційного циклу.
5. Визначте зміст інвестиційної діяльності та інвестиційного процесу.
6. Охарактеризуйте права та обов'язки інвесторів та учасників інвестиційної діяльності.
7. Визначте функції держави як суб'єкта інвестування.
8. Охарактеризуйте напрями інвестиційної діяльності індивідуальних інвесторів в Україні.
9. Охарактеризуйте напрями інвестиційної діяльності компанії (фірми).
10. Охарактеризуйте напрями інвестиційної діяльності комерційного банку.
11. Визначте основні функції страхової компанії на інвестиційному ринку.
12. Визначте та охарактеризуйте діяльність інститутів спільного інвестування.
13. Визначте та охарактеризуйте основні об'єкти інвестиційної діяльності.
14. Визначте роль фінансових установ на інвестиційному ринку.
15. Визначте роль функціональних учасників інвестиційної діяльності.
16. Визначте роль галузевих та територіальних угруповань, асоціацій та концернів на інвестиційному ринку України.
17. Визначте роль промислово-фінансових груп та холдингів на інвестиційному ринку України.
18. Охарактеризуйте інвестиційну стратегію, її види, параметри та показники.
19. Охарактеризуйте методи розробки інвестиційної стратегії.
20. Охарактеризуйте зміст портфельного інвестування.
21. Назвіть основні принципи формування інвестиційного портфеля.
22. Визначте складові стратегії портфельного інвестування.
23. Визначте, які види інвестиційних портфелів можуть бути сформовані підприємствами.
24. Визначте основні завдання інвестиційного менеджменту.
25. На яких наукових течіях базуються теоретичні засади державного регулювання інвестиційних процесів?
26. Особистий внесок яких науковців вплинув на дослідження ролі держави у регулюванні інвестицій та інвестиційних процесів?
27. Визначте роль класичної школи політичної економії у розвитку інвестиційної науки.
28. Хто з науковців у новій неокласичній теорії визначав роль держави у регулюванні інвестиційної діяльності?
29. Визначте роль Джона Мейнарда Кейнса у дослідженні ролі державного регулювання інвестиційних процесів і формування інвестиційного середовища за умов кризового розвитку.

ТЕМА 2. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК

2.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

Інвестиційний ринок у сучасній ринковій економіці є одним із найважливіших сегментів загального ринку. Це складний механізм, що поєднує велику кількість виробничих, комерційних, фінансових, інституціональних та інформаційних структур, що взаємодіють в інвестиційній сфері на основі розгалуженої системи норм інвестиційного бізнесу.

Інвестиційний ринок (ринок інвестицій та ринок інвестиційних товарів) – це сукупність економічних відносин, які складаються між продавцями та споживачами інвестиційних товарів та послуг, та об'єктів інвестування в усіх його формах.

Ринок інвестицій (обмін інвестиціями) характеризується *пропозицією інвестицій* (або пропозицією інвестиційного капіталу) з боку інвесторів, що виступають у цьому випадку як продавці, та *попитом на інвестиції* з боку потенційних учасників інвестиційної діяльності, які виступають у ролі покупців інвестицій (інвестиційного капіталу).

На практиці існує два види інвестиційного попиту: потенційний та конкретний.

Потенційний попит виникає за відсутності намірів суб'єктів господарювання за наявності доходу (прибутку) направляти його на інвестування. Такий попит називають формальним і він виконує роль інвестиційного потенціалу – джерелом для майбутніх інвестицій.

Конкретний попит (пропозиція капіталу) – характеризується конкретною реалізацією намірів суб'єктів інвестиційної діяльності на ринку.

Необхідною умовою, властивою ринковим відносинам конкурентного типу, при відносно стабільному інвестиційному попиті є випереджаючий розвиток інвестиційної пропозиції.

Врівноваження інвестиційного попиту та пропозиції проходить через механізм ціноутворення, який виникає та діє тільки в умовах вільних конкурентних ринків, які передбачають організацію обміну товарами на основі врівноваженого попиту та пропозиції. Наприклад, інвестиційний попит на конкретний об'єкт вкладання перевищує пропозицію. В умовах конкурентного ринку це, своєю чергою, обумовить підвищення цін певного інвестиційного товару, а висока ринкова вартість інвестиційного товару є свідченням його привабливості щодо найбільшої віддачі інвестицій. З іншого боку, переливання капіталу (інвестицій) у певну «ефективну» точку інвестиційної сфери призведе у кінцевому підсумку до розширення цього інвестиційного товару і відповідного зниження його ціни.

Купівля-продаж капіталу на ринках інвестицій здійснюється, виходячи з розрахунку отримання доходу у майбутньому, який перевищує рівень доходу на сьогодні. Тимчасово абстрагуючись від процесів перетворення

інвестицій у продукт інвестиційної сфери, відносини, що виникають у результаті руху інвестиційного капіталу, можна записати формулою:

$$I(I_G, I_M, I_F, I_{HM}) \dots D_i \quad (2.1.)$$

де $I(I_G, I_M, I_F, I_{HM})$ – інвестиції у грошовій, матеріальній, фінансовій та нематеріальній формах;

D_i – дохід від інвестиційної діяльності.

У момент реалізації інвестицій (продажу інвестиційного капіталу) на ринку їм протистоїть *ринок інвестиційних товарів* або об'єктів інвестиційної діяльності. Ці товари неоднорідні та можуть існувати як у грошовій, так і в матеріально-речовій формі. Основним фактором, який визначає масштаби функціонування інвестиційних товарів є їх сукупна пропозиція, що породжує інвестиційний попит. Тобто виробництво інвестиційних товарів приносить доходи, які створюють попит відповідно до виробленої вартості. Однак тотожність інвестиційного попиту та пропозиції витримується лише у масштабах ринку загалом.

Індивідуальні (конкретні) попит та пропозиція можуть не збігатися. Диспропорції попиту та пропозиції регулюються ринком інвестиційних товарів через реакцію цін та надлишок або нестачу цього виду товару. Операції на ринках інвестиційних товарів можна записати у вигляді такою формули:

$$I(I_G, I_M, I_F, I_{HM}) - IT \dots D_i \quad (2.2)$$

де $I(I_G, I_M, I_F, I_{HM})$ – інвестиції у грошовій, матеріальній, фінансовій та нематеріальній формах;

IT – інвестиційний товар;

D_i – дохід від інвестиційної діяльності.

Запропонована формула означає, що інвестування (вкладення) інвестицій ($I(I_G, I_M, I_F, I_{HM}) - IT$) через певний період часу дає дохід (D_i).

Ринок інвестиційних товарів є найважливішим проявом ринку реальних інвестицій, оскільки інвестиційні товари є тією частиною засобів виробництва, яка прямо пов'язана зі створенням усіх видів продукції, що мають конкретну корисність. Ринок інвестиційних товарів є дуже перспективним і вигідним напрямом інвестиційної діяльності. Вкладення капіталу в інвестиційні товари як найважливіший фактор виробництва характеризується відносно швидкими строками окупності порівнянно з інвестиціями та нерухомістю, а також меншим ризиком, на відміну від вкладень у нематеріальні активи.

Об'єктами ринку інвестиційних товарів є знову створювані та модернізовані основні й оборотні фонди, що поєднують об'єкти рухомого майна: машини й устаткування; вимірювальні та регулюючі прилади; обчислюва-

льну техніку та транспортні засоби; інструменти та матеріали тощо. Оскільки існує велика кількість різновидів інвестиційних товарів, то можна виділити і кілька видів ринку інвестиційних товарів. Однак цей розподіл є досить умовним, оскільки не існує єдиного критерію класифікації, що може бути або більш узагальненим, або більш деталізованим.

Існує три основні агреговані види ринку інвестиційних товарів.

Перший – це ринок усіх типів машин і устаткування. Витрати на створення і придбання машин і устаткування належать до довгострокових інвестицій, оскільки їх розмір відносно велика, а термін окупності досить тривалий. Машини й устаткування, що належать до основних фондів, одночасно є як об'єктами довгострокового інвестування, так і власне виступають інвестиціями в майбутні об'єкти підприємницької діяльності. У цьому полягає їх відмінність від інших видів інвестиційних товарів, що і дає підставу іноді називати тільки їх власне інвестиційними товарами.

З огляду на прийняте в цьому дослідженні трактування інвестиційних товарів варто виокремити ще два види ринку: це ринок металів і металопродукції, що охоплює групу товарів, які є основними при виробництві машин і устаткування.

Група ж товарів, які використовують при капітальному будівництві, тобто при зведенні будинків і споруд, є об'єктами третього виду – ринку будівельних матеріалів.

Кожен з ринків інвестиційних товарів має безліч різновидів, що мають свою специфіку та особливості.

Інвестиційні товари відрізняються від споживчих тим, що останні задовольняють потреби безпосередньо, у той час як перші роблять це побічно, забезпечуючи виробництво споживчих товарів. Це зазначали ще представники австрійської школи, стверджуючи, що корисність і цінність благ нижчого порядку (споживчих благ) визначаються людськими потребами, у той час як корисність і цінність благ вищого порядку (продуктивних благ) – корисністю споживчих благ, зроблених за їх допомогою. Інвестиційні товари розглядаються в теоретичному плані як один із факторів виробництва і визначаються як усі зроблені засоби виробництва, до яких не входять «дарові блага природи», зокрема, орні землі, лісові насадження, водні ресурси, родовища мінералів і нафти.

Ринок інвестицій тісно пов'язаний із ринком капіталів. *Ринки капіталу* – це група взаємозв'язаних ринків, на яких формуються попит, пропонування та ціни на фінансові інструменти, зокрема ті, базовим активом яких є енергетичні та товарно-сировинні ресурси, а також відбувається перерозподіл вільних коштів інвесторів на користь тих суб'єктів, що мають у них потребу.

Ринки капіталу поєднують ринок цінних паперів (фондовий ринок) та інших фінансових інструментів (крім інструментів грошового ринку).

Функціонування інвестиційного ринку здійснюється через *інфраструктуру*, яка формує інформаційне та обслуговуюче середовище, яке дозволяє інвестору працювати з мінімальним ризиком. Інфраструктуру ринку інвестицій можна умовно поділити на регулюючу, функціональну та інформаційну складові.

Зокрема, *регулююча* складова інфраструктури здійснює впорядкування інвестиційних відносин шляхом встановлення правил, стандартів та критеріїв поведінки на ринку, та яка поєднує: державні органи регулювання ринку інвестицій (Кабінет Міністрів, Міністерство економіки, Міністерство фінансів, Держінвестицій та ін.), які виконують на ринку законодавчі, ліцензійні та наглядові функції та процедури. Таким чином, її основою є законодавча база, яка регулює відносини суб'єктів підприємницької діяльності на інвестиційному ринку.

Функціональна складова інфраструктури інвестиційного ринку – це фінансово-кредитні інститути та сервісні організації, які здійснюють спеціалізовану діяльність з:

- ✓ залучення тимчасово-вільних коштів на фінансування інвестиційних проєктів;
- ✓ створення правових, економічних та організаційних умов для сталого розвитку приватного підприємництва;
- ✓ співробітництва з міжнародними, іноземними та українськими організаціями у питаннях розвитку підприємництва;
- ✓ забезпечення проведення техніко-економічних експертиз програм та проєктів підприємницької діяльності та вирішення питання;
- ✓ консультаційної підтримки підприємців з юридичних питань, ведення бухгалтерської звітності, оподаткування та пошуку ефективних джерел фінансування;
- ✓ страхування інвестиційних ризиків;
- ✓ сприяння становленню ринкових відносин в Україні через створення, підтримку та розвиток малих та середніх приватних підприємств тощо.

Інформаційна складова інфраструктури інвестиційного ринку містить ділові видання, Інтернет-сайти рейтингових систем привабливості підприємств тощо.

2.2. ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ ОБ'ЄКТІВ РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙ

Одним з головних завдань, які стоять перед інвестором на ринку інвестицій, є вибір об'єктів інвестування компаній та фірм тих галузей, які мають найкращі перспективи розвитку та можуть забезпечити найбільшу ефективність інвестицій. Основою такого вибору є оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості регіонів, окремої сфери діяльності (галузі) та підприємств чи фірм.

Значна частка факторів інвестиційної привабливості та їх показників є спільною для переважної більшості структурних рівнів економіки, наприклад, таких, як обсяги внутрішніх інвестиційних ресурсів підприємства, темпи зміни прибутку та обсягів промислового виробництва, відсоток збиткових підприємств порівнянно із загальною їх кількістю в країні, або в регіоні, або в конкретній галузі. Інші ж фактори характерні лише для одного або декількох структурних рівнів економіки. Наприклад, ставлення населення до курсу економічних реформ, яке можна визначити за результатами президентських або парламентських виборів, – є фактор, спільний лише для макроекономічного та регіонального рівнів.

Для розрахунку міри інвестиційної привабливості будь-якого об'єкта дослідження, необхідно врахувати велику кількість факторів, що чинять суттєвий вплив на його діяльність. Тому, кожен об'єкт повинен розглядатися як багатомірний та такий, що описується системою показників.

Наприклад при розгляді міри *інвестиційної привабливості регіону* повинна використовуватись якомога більша кількість показників, що характеризують потенційний об'єкт інвестування, однак у реальних умовах існують певні обмеження. Врахування великої кількості показників, з одного боку, збільшує трудомісткість розрахунків, а з іншого – підвищує якість інформаційної моделі, що описує регіональну економічну систему.

Існують різні підходи до проблеми відбору показників, які повинні бути враховані при аналізі інвестиційної ситуації в регіоні.

Найчастіше за базу оцінки використовуються показники, запропоновані І. Бланком [5], які містять:

1) *Рівень загальноекономічного розвитку регіону:*

- ❖ питому вагу регіону у ВВП і національному доході;
- ❖ обсяг виробленої промислової продукції на душу населення;
- ❖ рівень самозабезпечення регіону основними продуктами;
- ❖ обсяг та динаміку капітальних вкладень у регіоні на душу населення;
- ❖ число компаній та фірм різних форм власності та ін.

2) *Рівень розвитку інвестиційної інфраструктури регіону:*

- ❖ кількість підрядних будівельних організацій усіх форм власності;
- ❖ обсяг місцевого виробництва основних видів будівельних матеріалів;
- ❖ виробництво енергетичних ресурсів на душу населення;
- ❖ забезпеченість залізничним та автомобільним транспортом.

3) *Демографічну характеристику регіону:*

- ❖ питома вага населення регіону в загальній кількості жителів України;
- ❖ співвідношення сільських та міських жителів;
- ❖ питома вага населення, яке зайняте у громадському виробництві на підприємствах усіх форм власності;
- ❖ рівень кваліфікації працівників регіону.

4) *Рівень розвитку ринкових відносин та комерційної інфраструктури регіону:*

- ❖ питома вага приватизованих підприємств у загальній кількості підприємств;
 - ❖ питома вага компаній та фірм недержавних форм власності у загальній кількості виробничих підприємств;
 - ❖ чисельність спільних підприємств, банківських установ, страхових компаній та бірж (фондових, товарних, спеціалізованих).
- 5) *Рівень кримінальних, екологічних та інших ризиків:*
- ❖ рівень економічних правопорушень;
 - ❖ питома вага підприємств зі шкідливими виробництвами;
 - ❖ середній радіаційний фон тощо.

Інвестиційна привабливість галузей – це інтегральна характеристика окремих галузей економіки з позицій перспективності розвитку, дохідності інвестицій та рівня галузевих інвестиційних ризиків.

Інвестиційна привабливість окремої сфери діяльності (галузі) містить: важливість галузі (значення продукції, її особливість, частку експорту, залежність від імпорту, рівень забезпеченості внутрішніх потреб країни тощо); характеристику споживання продукції галузі; рівень конкуренції чи монопольності; особливості ринку збуту; фактичні та потенційно можливі обсяги ринку; рівень державного втручання у розвиток галузі (законодавство, податки, амортизаційна та кредитна політика тощо); соціальну роль галузі (кількість робочих місць, середню зарплатню, екологічну забезпеченість виробництва); фінансові умови роботи галузі (середній рівень прибутковості, оборотність активів тощо) та ін.

Зазначені вище показники можна згрупувати за такими критеріями:

- 1) *ринкові* – розмір сегменту ринку, що охоплює галузь, темп його росту та потенціал, циклічність попиту, еластичність цін, прибутковість та диференціал продукції;
- 2) *конкуренція* – стан конкуренції галузевого ринку, наявність рівних конкурентів, інтенсивність конкуренції, міра спеціалізації конкурентів, наявність товарів-замінників, завантаження потужностей тощо;
- 3) *бар'єри входження у галузь* – наявність каналів розподілу та доступу до них, доступ до сировинних ресурсів, захищеність з боку держави, соціальні проблеми галузі, які можуть здійснити вплив на входження у галузь та ін.;
- 4) *бар'єри виходу підприємства із галузі* – наявні обмеження державного та соціального порядку, які перешкоджають виходу із галузі, спеціалізації активів і можливості їх перепрофілювання та використання за іншим призначенням;
- 5) *взаємовідносини із позичальниками* – наявність місцевих постачальників, матеріалів-замінників, інтенсивність конкуренції серед постачальників, можливість формування стратегічних союзів та інших взаємовідносин з постачальниками сировини і матеріалів, рівнем вертикальної інтеграції з постачальниками;

б) *технологічні фактори* – рівень технічних нововведень у галузі, складність продукції і виробництва, патентно-ліцензійна ситуація у галузі, капіталомісткість і наукомісткість продукції.

Визначення *інвестиційної привабливості окремого підприємства (фірми)* полягає у визначенні інтегральної характеристики окремого підприємства як об'єкта інвестування з позицій перспективності розвитку, менеджменту, обсягів і перспектив збуту продукції, виробничого та експортного потенціалу, ефективності використання активів, їх ліквідності, стану платоспроможності та фінансової стійкості, див. рис. 2.1.

Найчастіше у світовій та вітчизняній практиці для визначення інвестиційної привабливості підприємства використовується методика визначення стану підприємства за даними бухгалтерської фінансової звітності, яка містить розрахунок групи показників, вибір яких залежить від цілей, що ставить перед собою інвестор.

Основним джерелом інформації для визначення інвестиційної привабливості є бухгалтерська (фінансова) звітність підприємства за два останні календарні роки та останній звітний період, а саме: бухгалтерський баланс Ф.1 (річний або квартальний), звіт про дебіторську або кредиторську заборгованість (Ф.1-б), звіт про фінансові результати діяльності підприємства (Ф2), звіт про фінансово-майновий стан (Ф3), примітки до річної фінансової звітності (Ф5) та, за необхідності, розшифровки дебіторсько-кредиторської заборгованості, структури запасів, готової продукції, основних фондів тощо.



Рис. 2.1. Фактори інвестиційної привабливості підприємства

Оцінка фінансового стану підприємства складається з таких етапів:

- оцінки майнового стану підприємства та динаміки його зміни;
- оцінки фінансових результатів діяльності підприємства;
- оцінки ліквідності;
- аналізу ділової активності;
- аналізу платоспроможності (фінансової стійкості);
- аналізу рентабельності.

Алгоритм розрахунку фінансових показників (коефіцієнтів) та їх нормативні значення визначені у таблицях 2.1–2.6.

1. Оцінка майнового стану підприємства дає змогу визначити абсолютні й відносні зміни статей балансу за визначений період, відслідковувати тенденції їхньої зміни та визначити структуру фінансових ресурсів підприємства. Для оцінки майнового стану доцільно розрахувати такі показники (коефіцієнти), які характеризують виробничий потенціал підприємства: коефіцієнт зносу основних засобів, коефіцієнт оновлення основних засобів та коефіцієнт вибуття основних засобів, див. табл. 2.1.

Таблиця 2.1.

Розрахунок показників оцінки майнового стану підприємства

| № п /п | Назва показника | Алгоритм розрахунку | Нормативне значення |
|--------|--------------------------------------|--|---|
| 1 | Коефіцієнт зносу основних засобів | Ф.1 р. 032 / Ф.1 р. 031 | Зменшення |
| 2 | Коефіцієнт оновлення основних фондів | ф.5 р. 260 (гр. 5) / ф. 1р. 031(гр. 4) | Збільшення |
| 3 | Коефіцієнт вибуття основних фондів | ф.5 р. 260 (гр. 8) / ф.1 р. 031(гр. 3) | Повинен бути меншим, ніж коефіцієнт оновлення основних фондів |

2. Аналіз фінансових результатів діяльності підприємства передбачає дослідження динаміки та структури фінансових результатів його діяльності, дозволяє визначити фактори, що вплинули на формування розміру чистого прибутку (збитку) підприємства.

За результатами аналізу складається висновок щодо прибутковості або збитковості діяльності підприємства, тенденції зміни фінансових результатів діяльності підприємства порівняно з попередніми періодами, основних факторів, що вплинули на формування кінцевих результатів господарської діяльності підприємства.

3. Аналіз ліквідності підприємства здійснюється за даними балансу та дозволяє визначити спроможність підприємства сплачувати свої поточні зобов'язання.

Аналіз ліквідності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта покриття, коефіцієнта швидкої ліквідності, коефіцієнта абсолютної ліквідності та чистого оборотного капіталу, див. табл. 2.2.

Таблиця 2.2.

Розрахунок показників ліквідності підприємства

| № п/п | Назва показника | Алгоритм розрахунку | Нормативне значення |
|-------|-------------------------------------|---|---------------------|
| 1 | Коефіцієнт покриття | $\Phi 1 \text{ р. } 260 / \phi 1 \text{ р. } 620$ | >1 |
| 2 | Коефіцієнт швидкої ліквідності | $\phi 1 (\text{р.} 260 - \text{р.} 100 - \text{р.} 110 - \text{р.} 120 - \text{р.} 130 - \text{р.} 140) / \phi 1 \text{ р. } 620$ | $0,6 - 0,8$ |
| 3 | Коефіцієнт абсолютної ліквідності | $\phi 1 (\text{р.} 220 + \text{р.} 230 + \text{р.} 240) / \phi 1 \text{ р. } 620$ | >0 , збільшення |
| 4 | Чистий оборотний капітал, тис. грн. | $\phi 1 (\text{р.} 260 - \text{р.} 620)$ | >0 , збільшення |

4. Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства здійснюється за даними балансу підприємства, характеризує структуру джерел фінансування ресурсів підприємства, міру фінансової стійкості і незалежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування діяльності.

Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта платоспроможності (автономії), коефіцієнта фінансування, коефіцієнта забезпеченості власними оборотними засобами та коефіцієнта маневреності власного капіталу, див. табл. 2.3.

5. Аналіз ділової активності дозволяє проаналізувати ефективність основної діяльності підприємства, що характеризується швидкістю обертання фінансових ресурсів підприємства.

Аналіз ділової активності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта оборотності активів, коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості, коефіцієнта оборотності кредиторської заборгованості, тривалості обертів дебіторської та кредиторської заборгованостей, коефіцієнта оборотності матеріальних запасів, коефіцієнта оборотності основних засобів (фондовіддачі) та коефіцієнта оборотності власного капіталу, див. табл.2.4.

Таблиця 2.3.

**Розрахунок показників платоспроможності
(фінансової стійкості) підприємства**

| № п/п | Назва показника | Алгоритм розрахунку | Нормативне значення |
|-------|--|--|---------------------|
| 1 | Коефіцієнт платоспроможності (автономії) | $\phi 1 \text{ р. } 380 / \phi 1 \text{ р. } 640$ | $>0,5$ |
| 2 | Коефіцієнт фінансування | $\phi 1(\text{р. } 430 + \text{р. } 480 + \text{р. } 620 + \text{р. } 630) / \phi 1 \text{ р. } 380$ | <1 , зменшення |
| 3 | Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними запасами | $\phi 1(\text{р. } 260 - \text{р. } 620) / \phi 1 \text{ р. } 260$ | $>0,1$ |
| 4 | Коефіцієнт маневреності власного капіталу | $\phi 1(\text{р. } 260 - \text{р. } 620) / \phi 1 \text{ р. } 380$ | >0 , збільшення |

Таблиця 2.4.

Розрахунок показників ділової активності підприємства

| № п/п | Назва показника | Алгоритм розрахунку | Нормативне значення |
|-------|--|---|---------------------|
| 1 | Коефіцієнт оборотності активів | $\phi 2 \text{ р. } 035 / \phi 1(\text{р. } 280(\text{гр. } 3) + \text{р. } 280(\text{гр. } 4)) / 2$ | збільшення |
| 2 | Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості | $\phi 2 \text{ р. } 035 / \phi 1 [\sum (\text{р. } 520 / \text{р. } 600) \text{ гр. } 3 + \sum (\text{р. } 520 / \text{р. } 600) \text{ гр. } 4] / 2$ | збільшення |
| 3 | Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості | $\phi 2 \text{ р. } 035 / \phi 1 [\sum (\text{р. } 150 / \text{р. } 210) \text{ гр. } 3 + \sum (\text{р. } 150 / \text{р. } 210) \text{ гр. } 4] / 2$ | збільшення |
| 4 | Строк – погашення дебіторської заборгованості, днів | тривалість періоду / коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості | зменшення |
| 5 | Строк – погашення кредиторської заборгованості, днів | тривалість періоду / коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості | зменшення |
| 6 | Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів | $\phi 2 \text{ р. } 040 / \phi 1 [\sum (\text{р. } 100 / \text{р. } 140) \text{ гр. } 3 + \sum (\text{р. } 100 / \text{р. } 140) \text{ гр. } 4] / 2$ | збільшення |
| 7 | Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача) | $\phi 2 \text{ р. } 035 / \phi 1 (\text{р. } 031 \text{ гр. } 3 + \text{р. } 031 \text{ гр. } 4) / 2$ | збільшення |
| 8 | Коефіцієнт оборотного капіталу | $\phi 2 \text{ р. } 035 / \phi 1 (\text{р. } 380 \text{ гр. } 3 + \text{р. } 380 \text{ гр. } 4) / 2$ | збільшення |

6. Аналіз рентабельності підприємства дозволяє визначити ефективність вкладення коштів у підприємство та раціональність їхнього використання. Аналіз рентабельності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта рентабельності активів, коефіцієнта рентабельності власного капіталу, коефіцієнта рентабельності діяльності та коефіцієнта рентабельності продукції, див. табл. 2.5.

Таблиця 2.5.

Розрахунок показників рентабельності підприємства

| № п/п | Назва показника | Алгоритм розрахунку | Нормативне значення |
|-------|---|--|---------------------|
| 1 | Коефіцієнт рентабельності активів | $\phi 2 \text{ р. } 220 \text{ або р. } 225 / \phi 1(\text{р. } 280 \text{ (гр. } 3) + \text{р. } 280 \text{ (гр. } 4)) / 2$ | >0, збільшення |
| 2 | Коефіцієнт рентабельності власного капіталу | $\phi 2 \text{ р. } 220 \text{ або р. } 225 / \phi 1(\text{р. } 380 \text{ (гр. } 3) + \text{р. } 380 \text{ (гр. } 4)) / 2$ | >0, збільшення |
| 3 | Коефіцієнт рентабельності діяльності | $\phi 2 \text{ р. } 220 \text{ або р. } 225 / \phi 2 \text{ р. } 035$ | >0, збільшення |
| 4 | Коефіцієнт рентабельності продукції | $\phi 2 \text{ р. } 100 \text{ (або р. } 105) + 090 - 060 / \phi 2 \text{ (р. } 040 + 070 + 080)$ | >0, збільшення |

Усі розраховані коефіцієнти (показники) заносяться до спеціальної таблиці та визначається рейтингова оцінка підприємства. Дотримання критеріального рівня кожного з коефіцієнтів дає певний відсоток (питома вага конкретного коефіцієнта в загальній кількості показників), недотримання оптимального значення коефіцієнта дає – 0 %. Потім набрана сума відсотків додається та підприємству присвоюється рейтинг відповідно до певної рейтингової системи, див. табл. 2.6. Найбільше значення рейтингової оцінки – 100 %.

Окрім зазначених вище показників, при оцінці інвестиційної привабливості підприємств використовують також інші, зокрема, у випадку, коли інвестор планує придбати цінні папери, емітовані цим підприємством.

У цьому випадку під інвестиційною привабливістю розуміють наявність економічного ефекту (доходу) від вкладення грошей в цінні папери при мінімальному рівні ризиків. Методика оцінки базується на використанні аналізу факторів і припускає розрахунок результативних показників (коефіцієнтів), їх групування за економічним змістом, оцінку поточного фінансового стану та перспектив його розвитку.

Таблиця 2.6.

Рейтингова оцінка підприємства

| Оцінка | Рейтинг | Характеристика |
|---------|--------------------|---|
| 90–100% | Високий | Висока платоспроможність, відмінний фінансовий стан |
| 80–90 % | Достатній | Достатньо добрий фінансовий стан. Підприємство з мінімальним ризиком |
| 60–80% | Задовільний | Задовільний фінансовий стан та рівень платоспроможності |
| 40–60 % | Недостатній | Надійність підприємства викликає підозру, недостатній рівень платоспроможності. Високий рівень ризику |
| 0–40% | Поганий | Фінансовий стан поганий. Вкладення коштів у підприємство є надризиковим |

Підсумком аналізу є висновок про міру інвестиційної привабливості акціонерної компанії.

Показники інвестиційної привабливості емітента класифікують за двома напрямками:

- 1) акції пропонуються вперше (первинна емісія);
- 2) акції тривалий час обертаються на фондовому ринку.

У першому випадку оцінка інвестиційної привабливості компанії проводиться з використанням традиційних показників, наведених нами у табл. 2.1–2.5. В іншому – оцінка доповнюється аналізом ряду нових показників, серед яких найважливішими є такі, див. табл. 2.7.

Розглянуті показники характеризують ефективність попередніх випусків акцій акціонерного товариства.

Оцінка характеру обігу акцій на ринку пов'язана, передусім, з показниками їх ринкової вартості та ліквідності. Серед цих параметрів найважливішу роль відіграють такі (табл. 2.8).

Далі в оцінці привабливості здійснюється оцінка умов емісії цінних паперів. Чинним законодавством встановлені жорсткі вимоги до проспекту емісії цінних паперів. Він повинен містити інформацію про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення.

Таблиця 2.7.

Коефіцієнти, що характеризують ефективність первинної емісії акцій

| ПОКАЗНИК | ПРИЗНАЧЕННЯ | РОЗРАХУНКОВА ФОРМУЛА |
|--|---|--|
| <i>Коефіцієнт віддачі акціонерного капіталу</i> | Характеризує рівень чистого прибутку, який припадає на акціонерний капітал | Чистий прибуток (після оподаткування), ділиться на середню вартість акціонерного капіталу за розрахунковий період |
| <i>Балансова вартість однієї акції</i> | Відображає розмір акціонерного та резервного капіталів, які припадають на одну акцію, тобто забезпеченість акціонерного товариства власними коштами | Сума акціонерного та резервного капіталу ділиться на загальну кількість акцій акціонерного товариства на певну дату |
| <i>Коефіцієнт дивідендних виплат</i> | Характеризує частку дивідендних виплат в чистому прибутку акціонерного товариства | Сума дивідендів, виплачених акціонерним товариством в певному періоді, поділена на суму чистого прибутку товариства за розрахунковий період |
| <i>Коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій (префакцій) чистими активами</i> | Відображає розмір чистих активів, що припадає на одну префакцію. Чисті активи = активи – зобов'язання | Чисті активи товариства на певну дату, що діляться на кількість префакцій, що знаходяться в обігу |
| <i>Коефіцієнт покриття дивідендів по префакціям</i> | Дозволяє оцінити, якою мірою розмір чистого прибутку суспільства забезпечує виплату дивідендів | Чистий прибуток суспільства за розрахунковий період, що ділиться на суму дивідендів, передбачену до виплати по префакціям в розрахунковому періоді |

Таблиця 2.8.

Коефіцієнти, що визначають характер обігу акцій на організованому ринку цінних паперів

| ПОКАЗНИК | ПРИЗНАЧЕННЯ | РОЗРАХУНКОВА ФОРМУЛА |
|---|---|--|
| <i>Коефіцієнт виплати дивідендів</i> | Характеризує співвідношення суми дивіденду та ціни акції | Сума дивіденду, виплаченого за акцією в певному періоді, поділена на ціну котирування акції на початок певного періоду |
| <i>Коефіцієнт співвідношення ціни та прибутковості акції</i> | Показує співвідношення між ціною акції та доходом, який вона приносить. Чим нижче це співвідношення, тим привабливіша акція для інвестора | Ціна акції на початок періоду, що розглядається, ділена на сукупний дохід, отриманий за акцією на кінець цього періоду |
| <i>Коефіцієнт ліквідності акцій на фондовій біржі</i> | Характеризує можливість швидкого перетворення акцій у готівку за потреби їх реалізації | Загальний об'єм пропозиції певних акцій на біржових торгах (або за усіма торгами загалом), ділений на загальний обсяг продажу певних акцій на біржових торгах (або за всіма торгами за період) |
| <i>Коефіцієнт співвідношення котированих цін пропозиції та попиту на акцію</i> | Відображає співвідношення між ціною пропозиції та попитом на акцію | Середній рівень цін пропозиції на торгах, поділений на середній рівень цін попиту на акцію на торгах |
| <i>Коефіцієнт обороту акцій</i> | Відображає обсяг обігу, а також рівень ліквідності за наслідками біржових торгів | Загальний обсяг продажів певних акцій на торгах за період, ділиться на загальну кількість акцій фірми, та помножений на середню ціну продажу однієї акції в певному періоді |

Оцінюючи умови емісії, інвестор має звернути увагу, насамперед, на:

- ❖ ціну емісії;
- ❖ умови та періодичність виплати дивідендів або відсотків;
- ❖ міру участі окремих власників в управлінні акціонерним товариством та ін.

Слід зазначити, що часто пропонований емітентом розмір дивідендів за акціями не має характеру не тільки юридичних, але і контрактних зобов'язань. Тому, орієнтуватися тільки на цей показник навряд чи доцільно. Багато що залежить від кон'юнктури фондового ринку, фінансового стану емітента й інших чинників.

На основі вивчення зазначених параметрів, що характеризують поточний фінансовий стан емітента та перспективи його розвитку, визначається міра його інвестиційної привабливості.

Надійним і перспективним об'єктом інвестування вважається акціонерна компанія зі стійким фінансовим станом, обсягом продажів, що зростатимуть у майбутньому, та з нормою чистого прибутку на авансований капітал, що перевищує середній розмір за останні 3–5 років.

Що стосується співвідношення «ціна/дохід», то цей показник залежить від ринкової кон'юнктури (курсу акцій), тому орієнтуватися на нього слід обережно, а саме – з урахуванням майбутнього прогнозу ринкових коливань курсу цінних паперів.

2.3. КОН'ЮНКТУРА ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КЛІМАТ

Кон'юнктура інвестиційного ринку – це форма виявлення на інвестиційному ринку загалом, або на окремих його сегментах системи факторів (умов), які визначають співвідношення попиту, пропозиції, цін та конкуренції [5].

Для кон'юнктури інвестиційного ринку характерні 4 стадії:

1) *Підйом кон'юнктури*, пов'язаний з підвищенням активності ринкових процесів у зв'язку з поживленням економіки загалом. Він характеризується ростом обсягів попиту на об'єкти інвестування, підвищенням рівня цін, розвитком конкуренції серед інвестиційних посередників.

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

3) *Ослаблення кон'юнктури*, пов'язане зі зниженням інвестиційної активності через спад в економіці загалом, майже повним насиченням попиту на об'єкти інвестування та деяким надлишком їх пропозиції. Для цієї стадії характерні спочатку стабілізація, а потім і початок зниження рівня цін на більшість об'єктів інвестування. Відповідно знижуються доходи інвесторів та інвестиційних посередників.

4) *Кон'юнктурний спад* – це найбільш не сприятлива стадія на інвестиційному ринку з позицій інвестиційної активності. Вона характеризується найнижчим рівнем попиту та скороченням обсягів пропозиції об'єктів інвестування. На цій стадії кон'юнктури ринку суттєво знижуються ціни на об'єкти інвестування, а доходи інвесторів та інвестиційних посередників падають до найнижчої позначки, а в ряді випадків інвестиційна діяльність є збитковою.

Таким чином, інвестиційний ринок розвивається циклічно та мінливо згідно з кон'юнктурною тенденцією, див. рис. 2.2.

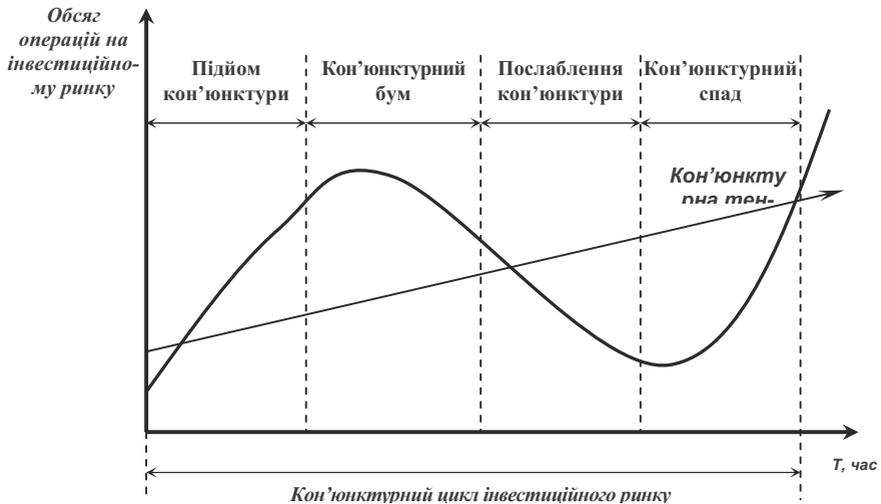


Рис. 2.2. Кон'юнктурний цикл інвестиційного ринку

У зв'язку з тим, що кон'юнктура інвестиційного ринку постійно змінюється, то для формування ефективної інвестиційної стратегії та прийняття економічно обгрунтованих інвестиційних рішень її необхідно систематично досліджувати. Вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку охоплює такі стадії:

- *Поточне спостереження за інвестиційною активністю* і, насамперед, в тих сегментах ринку, в яких планується здійснити, або вже здійснюється інвестиційна діяльність.
- *Аналіз поточної кон'юнктури інвестиційного ринку та виявлення сучасних тенденцій її розвитку.* Цей аналіз складається з виявлення особливостей конкретних сегментів інвестиційного ринку і тих змін, які відбуваються на ринку у момент спостереження, порівняно з попереднім періодом.
- *Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку для вибору основних напрямів стратегії інвестиційної діяльності та формування інвестиційного портфеля.* Основне завдання прогнозу – визначити тенденції факторів, які формують інвестиційний клімат та які впливають на стан інвестиційного ринку у перспективі.

Кон'юнктура інвестиційного ринку змінюється під впливом інвестиційного клімату.

Інвестиційний клімат – це сукупність політичних, правових, економічних та соціальних умов, що забезпечують та сприяють інвестиційній діяльності вітчизняних та іноземних інвесторів. Сприятливий інвестиційний

клімат повинен забезпечити, насамперед, захист прав інвестора від інвестиційних ризиків, тобто непередбачених втрат доходу і капіталу.

До чинників, що формують інвестиційний клімат належать:

✓ *рівень розвитку продуктивних сил та стан інвестиційного ринку*, який містить стан та структура виробництва, рівень розвитку робочої сили, стан ринку інвестиційних товарів та послуг тощо;

✓ *політичні та правові чинники* – створення відповідного законодавчого та нормативного поля, яке залежить від політичної волі законодавчої та виконавчої гілок влади; заходи з державної підтримки та стимулювання інвестиційної діяльності; досягнення стабільності національної грошової одиниці; валютне регулювання; забезпечення привабливості об'єктів інвестування.

✓ *стан фінансово-кредитної системи та діяльність фінансових посередників*: рівень розвитку та функціонування фінансового ринку; інвестиційна діяльність банків; інвестиційна політика НБУ.

✓ *статус іноземного інвестора*: режим іноземного інвестування; діяльність міжнародних фінансово-кредитних інституцій; наявність вільних економічних та офшорних зон.

✓ *інвестиційну активність населення*: відносини власності в державі; стан ринку нерухомості; стабільність національної валюти тощо.

На жаль, кризові процеси та інфляція призвели сьогодні до порушення оптимальних співвідношень між національними заощадженнями та інвестиціями в народне господарство: щороку значна частина заощаджень залишалася неконвертованою в інвестиції. Як наслідок, не повністю використовуються можливості нарощування інвестиційного потенціалу національної економіки. Особливо давалися в знаки такі негативні чинники:

✓ недосконалість законодавства, що регулює інвестиційну діяльність;

✓ відсутність скоординованої державної інвестиційної політики, спрямованої на перетворення ринків капіталу в один із головних механізмів реалізації інвестиційного потенціалу національної економіки;

✓ низька дієздатність банківсько-кредитної системи та її фактична неспроможність акумулювати достатньо високий інвестиційний потенціал населення;

✓ нерозвиненість фондового ринку, відсутність розвинутої мережі інституційних інвесторів, необхідної системи страхування інвестиційних ризиків та іпотечних відносин, лізингу та інших інститутів фінансування;

✓ низький рівень капіталізації прибутків підприємств та відсутність економічних та (податкових) стимулів для інвестування;

✓ неефективне та безсистемне використання амортизаційних фондів;

✓ розпоршування інвестиційних бюджетних коштів – спрямування інвестиційного потенціалу приватизації переважно на цілі бюджетного споживання;

✓ наявність проблем у корпоративному секторі та незахищеність прав інвесторів;

✓ низький рівень торговельної активності на вітчизняному ринку акцій внаслідок того, що контрольні пакети акцій належать великим власникам, які не зацікавлені у додаткових їх випусках;

✓ недостатнє висвітлення інформації про емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, ризиків стосовно фінансових інструментів, що перешкоджає оцінці інвестором реальної вартості і потенціалу українських підприємств, прийняттю ним інвестиційних рішень;

✓ значні обсяги тіньового бізнесу як основного джерела нелегального накопичення та вивезення капіталу.

Отже, на інвестиційному ринку накопичилися проблеми, які потребують невідкладного розв'язання. Оптимальний варіант розв'язання цих проблем має визначатися на основі порівняльного аналізу розвитку світових ринків інвестиційного капіталу, тенденціями розвитку яких є:

⇒ створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування світової торгівлі;

⇒ підвищення рівня використання новітніх інформаційних і фінансових технологій, впровадження фінансового інжинірингу;

⇒ універсалізація діяльності фінансових установ (як банківських, так і небанківських), внаслідок чого увага приділяється, передусім, якості, швидкості та мінімальній ризикованості послуг, а не спеціалізації цих установ за видами фінансових послуг;

⇒ зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній тощо) у здійсненні фінансових інвестицій через ринки капіталу;

⇒ комерціалізація центральних ринкових інституцій, тобто остаточний перехід від публічних форм управління системоутворюючими організаціями до приватних;

⇒ консолідація корпоративованих інституцій інфраструктури ринків капіталу, яка відбувається згідно з утвореною природнім шляхом формою того чи іншого регульованого ринку (горизонтальна консолідація), що має, здебільшого, наднаціональний характер, або здійснювана за ініціативою держави і за згодою учасників ринків у межах однієї країни (вертикальна консолідація);

⇒ консолідація системи державного регулювання всіма складовими ринків капіталу, що завершилася в багатьох країнах утворенням єдиного

державного органу консолідованого нагляду за фінансовими послугами та ринками, з одночасною дерегуляцією окремих складових ринків капіталу та посиленням їх саморегулювання.

З метою створення привабливого інвестиційного клімату та активізації інвестиційної діяльності задля забезпечення сталого економічного зростання та підвищення життєвого рівня населення необхідно:

1) для створення привабливого інвестиційного середовища для приватного не позичкового капіталу:

- ✓ дерегулювання підприємницької діяльності та лібералізація ділової активності;
- ✓ завершення формування стабільної нормативно-правової бази, яка б ґрунтувалася на принципах рівності всіх інвесторів;
- ✓ забезпечення прозорості процедур прийняття рішень центральними та місцевими органами виконавчої влади;
- ✓ удосконалення механізмів управління корпоративними правами, в тому числі тими, що належать державі, посилення захисту прав дрібних акціонерів;
- ✓ підвищення ефективності процедур банкрутства;
- ✓ забезпечення подальшого реформування податкової системи, в тому числі шляхом зниження податкового навантаження, оптимізації та підвищення прозорості процедури адміністрування податків, безумовного дотримання прав платників податків;
- ✓ підвищення інвестиційної привабливості об'єктів приватизації;
- ✓ подальше проведення адміністративної реформи з метою вдосконалення та підвищення ефективності державного управління, усунення бюрократизму та проявів корупції;
- ✓ зміцнення банківської системи України, сприяння концентрації банківського капіталу, практичне запровадження іпотечних механізмів;
- ✓ пожвавлення інвестиційної діяльності у спеціальних економічних зонах;
- ✓ сприяння судовій реформі та безумовному виконанню судових рішень;
- ✓ створення додаткових стимулів для залучення інвестицій у пріоритетні галузі української економіки;

2) у сфері розвитку інвестиційної діяльності держави:

- усунення структурних деформацій в економіці України шляхом випереджаючого нарощування темпів розвитку споживчих галузей та сфери послуг;
- розширення та модернізація транспортної інфраструктури, зокрема газотранспортної системи, створення умов для зростання обсягів транзитних перевезень, створення національної мережі міжнародних транспортних коридорів на основі залучення інвестицій у розвиток транспортної ін-

фраструктури, дорожнього господарства, з використанням механізмів концесії та лізингу;

- сприяння збільшенню обсягу інвестицій у галузі зв'язку та телекомунікаційних послуг;
- стимулювання залучення інвестицій у наукову, науково-технічну та інноваційну діяльність.

Література для вивчення теми

1. Постанова Кабінет Міністрів України "Про затвердження Програми розвитку інвестиційної діяльності на 2002–2010 роки" від 28 грудня 2001 р. – № 1801.
2. Указ Президента України "Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні" від 12 липня 2001 року.
3. Розпорядження Кабінету міністрів України "Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні" від 8 листопада 2007 р. – № 976-р.
4. Положення "Про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації", затверджене Наказом Міністерства фінансів України та Фонду державного майна України від 26.01.2001 р. – № 49/121 та зареєстрованого у Міністерстві Юстиції України 8.02.2001 р. – № 121/ 5312.
5. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП "Итем" ЛТД "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995, 447 с.

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Визначте характерні ознаки інвестиційного ринку.
2. Охарактеризуйте зміст інвестиційного попиту та пропозиції.
3. Охарактеризуйте основні складові інфраструктури ринку інвестицій.
4. Охарактеризуйте чинники, за якими визначається інвестиційна привабливість підприємства.
5. Охарактеризуйте чинники, за якими визначається інвестиційна привабливість регіону.
6. Охарактеризуйте чинники, за якими визначається інвестиційна привабливість сфери діяльності (галузі).
7. За якими критеріями визначається фінансово-економічний стан підприємства.
8. Охарактеризуйте стан кон'юнктури інвестиційного ринку в Україні.
9. Визначте основні складові ринку інвестицій та інвестиційних товарів.
10. Визначте чинники, що роблять інвестиційний клімат сприятливим.
11. Охарактеризуйте інвестиційний клімат в Україні.
12. Охарактеризуйте комплексні заходи щодо подальшого поліпшення інвестиційного клімату в Україні.

ТЕМА 3. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ

3.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Одним із найпоширених видів інвестицій є **фінансові інвестиції**, або інвестування у фінансові інструменти, серед яких превалюють цінні папери, з метою одержання доходу (прибутку) у майбутньому.

Фінансові інвестиції групують за такими стратегічними напрямками:

- інвестиційні операції з традиційними фінансовими інструментами;
- придбання похідних цінних паперів (деривативів);
- депозитні операції;
- пайова участь у спільних підприємствах.

Згідно з Законом «Про цінні папери та фондовий ринок» [3], **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 (курсів та відсоткових опціонів).

Відповідно до стандартів бухгалтерського обліку [12], 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**, які поєднують: грошові кошти, не обмежені для використання, та їх еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи;

➤ **фінансові зобов'язання** – містять фінансові зобов'язання, призначені для перепродажу, та інші фінансові зобов'язання;

➤ **інструменти власного капіталу** – це прості акції, частки та інші види власного капіталу;

➤ **похідні фінансові інструменти** – ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні цінні папери.

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 впливають із цих документів, іншим особам.

Усі цінні папери можуть бути використані для здійснення розрахунків, а також як застава для забезпечення платежів і кредитів.

В Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів:

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

- а) акції;
- б) інвестиційні сертифікати.

2) **Боргові цінні папери** – цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання. До боргових цінних паперів належать:

- а) облігації підприємств;
- б) державні облігації України;
- в) облігації місцевих позик;
- г) казначейські зобов'язання України;
- д) ощадні (депозитні) сертифікати;
- е) векселі.

3) **Іпотечні цінні папери** – цінні папери, випуск яких забезпечений іпотечним покриттям (іпотечним пулом), та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів. До іпотечних цінних паперів належать:

- а) іпотечні облігації;
- б) іпотечні сертифікати;
- в) заставні;
- г) сертифікати фонду операцій із нерухомістю.

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

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

6) **Товаророзпорядчі цінні папери** – цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах.

Основними формами цінних паперів є:

- ❖ **бездокументарна** – це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на цінний папір;
- ❖ **документарна** – паперова форма цінного паперу, що містить реквізити відповідного виду цінного паперу певної емісії, дані про кількість цінних паперів та засвідчує сукупність прав, наданих цими паперами.

Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента про випуск цінних паперів, затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку при реєстрації випуску та є підставою для взят-

тя цих цінних паперів на обслуговування Національною депозитарною системою як іменних цінних паперів у документарній формі, цінних паперів на пред'явника у документарній формі або цінних паперів у бездокументарній формі, іменна ідентифікація власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача.

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 сертифікат¹, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій.

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

Емісійні цінні папери – цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент). До них належать: акції; облігації підприємств; облігації місцевих позик; державні облігації України; іпотечні сертифікати та облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України.

Усі інші цінні папери, можуть бути визнані Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку *неемісійними*, якщо це не суперечить спеціальним законам про ці групи та/або види цінних паперів.

За формою випуску цінні папери можуть бути на пред'явника, іменні або ордерні. Права, посвідчені цінним папером, належать:

- ✓ пред'явникові цінного паперу (цінний папір на пред'явника);
- ✓ особі, зазначеній у цінному папері (іменний цінний папір);
- ✓ особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу (ордерний цінний папір).

Далі більш детально зупинимося на характеристиці основних видів 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.

Емітентом акцій є виключно акціонерне товариство. Акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. Мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою, ніж одна копійка.

¹ *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 [2].

Реєстрацію випуску акцій здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку. Обіг акцій дозволяється після реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення акцій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску акцій.

Акціонерне товариство розміщує тільки іменні акції. У сертифікаті акції зазначаються: вид цінного паперу, найменування та місцезнаходження акціонерного товариства, серія та номер сертифіката, номер і дата випуску, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, тип і номінальна вартість акції, ім'я власника, кількість акцій, що випускаються.

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. Прості акції надають їх власникам однакові права. Прості акції не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери акціонерного товариства.

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* – цінний папір, який дозволяє його власнику одержувати щоквартально збільшений дивіденд, що відображає зміну відсоткових ставок з короткотермінових державних облігацій або позичкового відсотку з банківських кредитів.
- *Привілейовані акції з відстроченим дивідендом* – цінний папір, який випускається тільки для засновників певного акціонерного товариства. Дивіденди по цій акції не виплачуються доти, доки за звичайними акціями не буде досягнуто виплати дивідендів за максимально встановленою квотою. Частина прибутку, що залишилася після таких виплат повністю або частково розподіляється між власниками згаданих акцій.
- *Кумулятивні привілейовані акції* – це акції, що мають властивість кумуляції (накопичення) дивідендів, що надає їм підвищеної надійності. Механізм здійснення накопичення є таким: дивіденди, не виплачені акціонерам протягом деякого періоду, не анулюються, а накопичуються і нараховуються власникам привілейованих акцій. Вони одержують дохід у наступному періоді у розмірі накопиченої суми. А от власники некуму-

лятивних привілейованих акцій втрачають свій дохід у наступному періоді, протягом якого не оголошувалася виплата дивідендів.

- *Конвертовані привілейовані акції* можуть мати властивість обмінюватися за умовленою ставкою на певну кількість звичайних акцій чи облигацій певного емітенту. Неконвертовані акції не змінюють свій статус. Емітент може залишити за собою право відкликання привілейованих акцій, тобто право будь-коли викупити їх за номінальною ціною з компенсаційною надбавкою.

В іноземній літературі зустрічаються й інші види акцій (див. рис. 3.1).

Акції «з блакитними корінцями» (blue chip stocks). Це акції, що випускаються найбільш потужними і солідними компаніями (у США, наприклад, це General Electric Co., Walt Disney Co., General Motors, McDonald's Corp. та ін.), які є лідерами у своїх галузях, а найголовніше, всю свою історію стабільно сплачували дивіденди акціонерам. Вкладання заощаджень у купівлю цих акцій є мало ризиковим. Першокласні акції популярні серед більшості інвесторів, у результаті чого їхні курси часто високі, особливо коли ринок нестабільний і інвестори занепокоєні якістю своїх інвестицій.

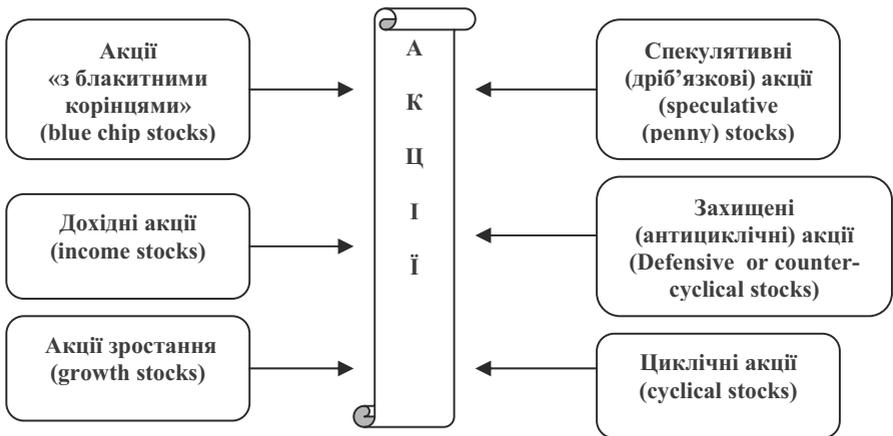


Рис. 3.1. Класифікація акцій

Доходні акції (income stocks). Це акції телефонних корпорацій, корпорацій водо-, газо-, електропостачання, а також інших комунальних компаній, дивіденди за якими перевищують середній рівень. Це пояснюється тим, що такі корпорації потрібні завжди, працюють стабільно і мають добре прогнозовані джерела доходів. Інвестори купують ці акції, бо впевнені, що їхня вартість із часом буде тільки зростати.

Акції зростання (growth stocks). Це акції корпорацій, доходи і прибуток яких вищі за середній рівень, однак сплата по дивідендах частіше не

перевищує 35 %. Пояснюється така дивідендна прагненням корпорації, насамперед, фінансувати наукові та інші дослідження, а також розширення масштабів виробництва і можливості збуту. Тому, незважаючи на низькі поточні дивіденди, більшість інвесторів надає перевагу саме цим акціям, сподіваючись, що вони у майбутньому будуть приносити великі прибутки і ринкова вартість їх значно зросте.

Циклічні акції (cyclical stocks). Їх ціна зростає і знижується синхронно зі спадами і підйомами в економіці, тобто згідно з ритмом ділової активності. Переважно це акції корпорацій базових галузей економіки – важкої (особливо металургійної), автомобілебудування, целюлозно-паперової та ін. Інвестори намагаються купити такі акції, коли мова йде про розширення виробництва, і встигнути їх продати до початку спаду.

Захищені (антициклічні) акції (Defensive or counter-cyclical stocks). Це акції корпорацій, ціна на які відносно стабільна навіть при спаді в економіці загалом. Такі корпорації не змінюють своєї дивідендної політики залежно від циклів в економічному розвитку і тому сплачують своїм акціонерам майже постійні дивіденди. Багато акцій цього виду одночасно класифікують як дохідні.

Спекулятивні (дріб'язкові) акції (speculative (penny) stocks). Таку назву мають акції «молодих» корпорацій. Ці акції частіше продаються «з прилавку», обминаючи біржу, або на спеціалізованих «спекулятивних» біржах. Вони коштують набагато менше, ніж акції добре відомих корпорацій, однак, купуючи їх, вкладники повинні знати, на що йдуть: маленька ціна – великий ризик.

Залучення інвестиційних ресурсів на підприємстві через емісію акцій дає можливість мобілізувати вільні кошти населення та інших підприємств та організацій для поліпшення якісного стану виробничої бази та вирішення проблем фінансового забезпечення відтворення основних фондів.

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** – облігації, за якими передбачається виплата відсоткових доходів.
- ❖ **цільові облігації** – облігації, виконання зобов'язань за якими дозволяється товарами та/або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облігацій.

- ❖ **дисконтні облигації** – облигації, що розміщуються за ціною, нижчою ніж їх номінальна вартість. Різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облигації виплачується власнику облигації під час її погашення і становить дохід (дисконт) за облигацією.

Облигації можуть розміщуватися з фіксованим строком погашення, єдиним для всього випуску. Дострокове погашення облигацій за вимогою їх власників дозволяється у разі, коли така можливість передбачена умовами розміщення облигацій, якими визначені порядок встановлення ціни дострокового погашення облигацій і строк, у який облигації можуть бути пред'явлені для дострокового погашення.

Облигація має номінальну вартість, визначену в національній валюті, а якщо це передбачено умовами розміщення облигацій – в іноземній валюті. Мінімальна номінальна вартість облигації не може бути меншою, ніж одна копія.

Емітент може розміщувати іменні облигації та облигації на пред'явника. Обіг облигацій дозволяється після реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення облигацій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску облигацій.

У сертифікаті облигації зазначаються: назва виду цінного паперу, найменування та місцезнаходження емітента, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, номінальна вартість облигації, загальна сума випуску, строк погашення, розмір та строки виплати відсотків (для відсоткової облигації), дата прийняття рішення про розміщення облигацій, серія та номер сертифіката облигації, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою емітента.

Відповідно до чинного законодавства, існують такі види облигацій.

Облигації підприємств, які підтверджують зобов'язання емітента за ними, розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати свого статутного капіталу та не дають право на участь в управлінні емітентом.

Не допускається розміщення облигацій підприємств для формування та поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облигацій як результату поточної господарської діяльності.

Юридична особа має право розміщувати облигації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Умови розміщення облигацій можуть передбачати можливість їх конвертації в акції акціонерного товариства (конвертовані облигації).

Як засвідчує світова практика, корпорації, що випускають облигації, часто звертають увагу на умови їх погашення, ліквідність, міру безпеки тощо, щоб зробити ці облигації більш привабливими для майбутніх інвесторів.

Залежно від того, яким умовам відповідає та чи інша облигація, їх можна згрупувати у такі категорії, див. рис. 3.2:

➤ виходячи з механізму сплати відсоткової ставки, облігації поділяються на *іменні облігації (registered bonds) (зарєєстровані)*, виплати за якими здійснюються безпосередньо їх власником поштою або іншим чином, чий імена мають бути вказані в облігації і занесені у книгу реєстрації, і *облігації на пред'явника (coupon bonds) (не зарєєстровані)*, до яких додаються купони для одержання виплат на кожну дату платежу. Власник відрізає відповідний купон і пред'являє його до сплати, коли ця дата настає;



Рис. 3.2. Класифікація облігацій

➤ виходячи з принципів викупу (погашення), – *серійні облігації (serial bonds)*, що гасяться послідовно по серіях через визначені інтервали часу, і *ординарні облігації (ordinary or single – payment bonds)*, що викуповуються одночасно у встановлену дату;

➤ виходячи із міри безпеки – *гарантовані облігації (secured bonds)*, впевненість у погашенні яких у встановлений строк базується на оголошеній заставі нерухомого майна або інших фондів, і *незабезпечені облігації (unsecured bonds)*, що не підкріплені певною заставою;

➤ виходячи з можливого довгострокового викупу – *облігації з правом дострокового погашення (callable or optional bonds)*, які за ініціативою емітента можуть викуповуватися раніше зафіксованого кінцевого строку; *відшкодовані облігації (redeemable bonds)*, які за бажанням власника можуть у будь-який момент вільно обмінюватися на гроші; *конвертовані облігації (convertible bonds)*, які за бажанням власника можуть обмінюватися на інші цінні папери (частіше прості акції), що випускаються емітентом.

Одні облигації мають вільний обіг, інші – обмежений. Купуючи останні, інвестор приймає зобов'язання залишатися їх власником протягом певного часу, обмежуючи ціни або коло суб'єктів торгівлі. Але є і такі облигації, котрі взагалі не підлягають обігу: вони не можуть ні продаватися, ні обмінюватися, ні використовуватися як застава.

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

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

Одним із видів облигацій є *державні облигації*, які поділяються на облигації внутрішніх державних позик України, облигації зовнішніх державних позик України та цільові облигації внутрішніх державних позик України. Державні облигації України можуть бути:

- ❖ довгострокові – понад п'ять років;
- ❖ середньострокові – від одного до п'яти років;
- ❖ короткострокові – до одного року.

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

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

Кошти, залучені до Державного бюджету України від розміщення цільових облигацій внутрішніх державних позик України, використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм і проєктів на умовах їх повернення в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік. Фінансування здійснюється відповідно до кредитних договорів, що укладаються між державою в особі Міністерства фінансів України та отримувачем коштів.

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

Емісія державних облигацій України є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Емісія державних облігацій України регулюється законом України про Державний бюджет України на відповідний рік, яким встановлюються граничні розміри державного зовнішнього та внутрішнього боргу.

Умови розміщення та погашення облігацій внутрішніх державних позик України і цільових облігацій внутрішніх державних позик України, не визначені умовами розміщення, встановлюються Міністерством фінансів України відповідно до законодавства.

Операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик та цільових облігацій внутрішніх державних позик України, їх погашенням і виплатою доходів за ними виконує Національний банк України, крім того, він провадить депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів.

Державні облігації України можуть бути іменними або на пред'явника, вони розміщуються у документарній або бездокументарній формі.

Продаж облігацій внутрішніх державних позик здійснюється в національній валюті, а облігацій зовнішніх державних позик України – у валюті запозичення. Виплата доходів і погашення державних облігацій України здійснюються грошима або державними облігаціями України інших видів за згодою сторін.

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 закін-

чення 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 є недійсним.

Дохід по ощадних сертифікатах виплачується при поданні їх для оплати в банк, що їх випустив. У разі, коли власник сертифіката вимагає повернення депонованих коштів по строковому сертифікату раніше обумовленого в ньому строку, то йому виплачується занижений процент, рівень якого визначається на договірних умовах при внесенні депозиту.

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

Пайовий інвестиційний фонд створюється за ініціативою компанії з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів. Для створення пайового інвестиційного фонду компанія з управління активами має розробити та зареєструвати в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку регламент інвестиційного фонду, укласти договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна, зареєструвати пайовий інвестиційний фонд у реєстрі інституту спільного інвестування та організувати відкриту підписку на інвестиційні сертифікати фонду або їх приватне розміщення. Відкрита підписка на інвестиційні сертифікати здійснюється відповідно до порядку проведення відкритої підписки на цінні папери, встановленого законодавством, з урахуванням особливостей, встановлених законодавством України. Строк відкритої підписки на інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу не обмежується. Приватне розміщення інвестиційних сертифікатів здійснюється у порядку, встановленому компанією з управління активами.

Інвестиційні сертифікати надають кожному його власникові однакові права та можуть розміщуватися шляхом відкритого продажу або приватного розміщення. Випуск компанією з управління активами похідних цінних паперів на основі інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду, активами якого ця компанія управляє, не допускається. Дивіденди за інвестиційними сертифікатами відкритого та інтервального пайового інвестиційного фонду не нараховуються і не сплачуються. Кількість проголошених інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду зазначається у проспекті емісії.

Порядок розміщення та обігу інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів встановлюється Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [5].

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.

Комерційні векселі з'являються в обігу на основі угод з купівлі-продажу товарів у кредит, коли покупець, не володіючи в момент купівлі грошима, пропонує продавцю вексель, який може бути як його власністю, так і чужим, але індосируваним, тобто таким, що містить передаточний напис. Комерційний вексель забезпечений тими сумами, які надійдуть від продажу куплених товарів. Такі векселі є основою вексельного обігу, бо вони обмежені конкретними строками та сумами проданих товарів у кредит.

Позичкові угоди в грошовій формі оформляються *фінансовими векселями*. Формалізація грошового зобов'язання фінансовим векселем є способом додаткового забезпечення своєчасного та точного його виконання з метою захисту прав кредиторів.

Векселі, походження яких не пов'язане з реальним переміщенням ні товарних, ні грошових цінностей називають фіктивними. До таких векселів належать дружні, бронзові (дуті) та зустрічні векселі. Дружній вексель виникає тоді, коли одне підприємство є кредитоспроможним і «по дружбі» виписує вексель іншому, який має фінансові проблеми з метою одержання останнім грошової суми в банку шляхом врахування або застави цього векселя. Якщо партнер, своєю чергою, виписує дружній вексель з метою гарантії оплати, то такий вексель називають *зустрічним*. Векселі, видані фіктивними або некредитоспроможними фірмами є *бронзовими або дутими*.

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

Особливість векселя як цінного паперу та боргового зобов'язання полягає в тому, що він є безумовним, беззаперечним зазвичай, абстрактним, тобто не залежить від причин, які спонукали його видачу, зобов'язанням. Він може також виконувати функції платіжного засобу. Передавання прав векселядержателя іншій особі здійснюється шляхом передаточного надпису на звороті векселя, який називається *індосаментом*. У випадку не оплати векселя в строк або відмови *трасата* (платник за векселем) від акцепту, власник векселя має повідомити особу, від якої він одержав вексель за надписом, про несплату та трасата – про відмову від акцепту.

Усі особи, які є трасатами, акцептантами, або вексельними поручителями, відповідають солідарно перед пред'явником векселя. Пред'явник може звертати свою вимогу до цих осіб окремо до кожного або до усіх разом та не зобов'язаний дотримуватися послідовності, в якій вказані особи, що видали своє зобов'язання [13].

З 2004 року на фінансовому ринку України з'явилися нові фінансові інструменти – іпотечні цінні папери. Їх поява зумовлена початком дії законів «Про іпотеку» [7], «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» [8], «Про фінансово-кредитні механізми й управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» [10] та «Про іпотечні облигації» [9].

Згідно з цими законодавчими актами, право на існування в Україні мають такі види іпотечних цінних паперів, як заставні, іпотечні облигації та іпотечні сертифікати та сертифікати ФОН.

Усю сукупність іпотечних цінних паперів умовно можна поділити на дві групи:

- 1) *боргові цінні папери*: заставна, іпотечні облигації та іпотечний сертифікат з фіксованою дохідністю;
- 2) *іпотечні інструменти участі*: іпотечний сертифікат участі та сертифікати ФОН.

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. Схематично порядок емісії заставної наведений на рис. 3.3.

Заставна може передаватися її власником будь-якій особі шляхом вчинення індосаменту. Інший власник заставної має ті ж права, що мав іпотекодержатель згідно з іпотечним договором.

У разі видачі заставної припиняються грошові зобов'язання боржника за договором, який обумовлює основне зобов'язання, та виникають грошові зобов'язання боржника щодо платежу за заставною. Після оформлення заставної виконання основного зобов'язання та звернення стягнення на предмет іпотеки може бути здійснено лише на підставі вимоги власника заставної.



Рис. 3.3. Схема іпотечного кредитування за умови випуску заставної

Заставна підлягає державній реєстрації у встановленому законом порядку разом із державною реєстрацією обтяження відповідного нерухомого майна іпотекою та передаванню боржнику у разі належного виконання ним основного зобов'язання. Перебування заставної у боржника свідчить про виконання основного зобов'язання, якщо не буде доведено протилежне. У разі виконання основного зобов'язання боржником заставна, що знаходиться в нього, анулюється.

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.

Для оформлення заставної слід зазначити спеціальний пункт в іпотечному договорі, де описано, що саме є предметом застави та яку суму покриває ця заставна. Якщо абсолютна сума боргу не зазначається, то у договорі мають бути зазначені критерії, які дозволять її визначити на конкретну дату.

На практиці передбачається чотири способи рефінансування за допомогою заставних: продаж заставної, операції РЕПО, застава заставної, а також емісія іпотечних цінних паперів, див. рис. 3.4.

За змістом застава схожа на вексель. Обидва види цінних паперів випускаються у документарній формі та мають відповідні вказівки щодо основного зобов'язання, а також можуть передаватися шляхом індосаменту.

Інструментами, що дозволяють створити систему рефінансування іпотечних кредитів є *іпотечні сертифікати*, емітентом яких може бути кредитна установа (переважно банк), який є власником іпотечних активів [8].

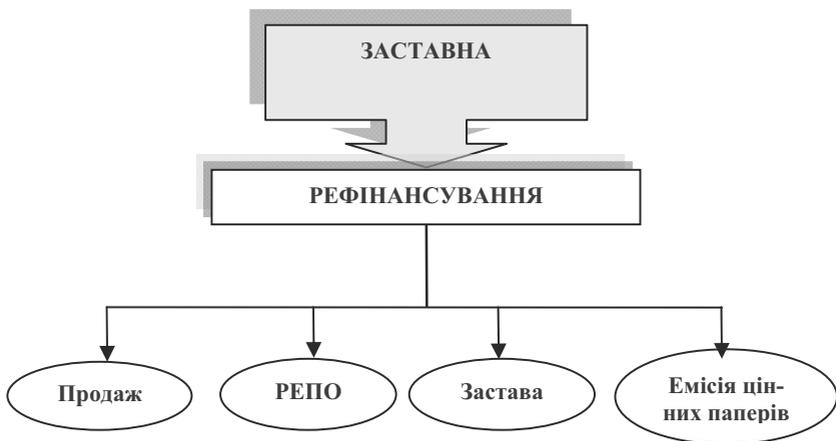


Рис. 3.4. Способи рефінансування з використанням заставних

Якщо емітентом є небанківська фінансова установа, кошти за розміщені сертифікати акумулюються на рахунку, відкритому нею в обслуговуючому банку. Якщо емітентом є банк, такі кошти він акумулює на окремому рахунку у своєму балансі.

Іпотечні сертифікати мають строк обігу, сертифікати з фіксованою доходністю – номінальну вартість, сертифікати участі – частку консолідованого іпотечного боргу, що припадає на один сертифікат.

Строк обігу сертифікатів одного випуску не може перевищувати строк існування іпотечних активів, які є забезпеченням цього випуску, та строку відчуження іпотечних активів.

Розміщення сертифікатів здійснюється шляхом проведення відкритого продажу. Обслуговування обігу сертифікатів, у тому числі депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів, здійснює обраний емітентом або управителем банк, який обслуговує іпотечні активи, в Національній депозитарній системі.

Юридичні та фізичні особи мають право купувати та продавати сертифікати за ринковою ціною та здійснювати з ними інші операції, що не суперечать інформації про випуск сертифікатів.

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.

Виконання зобов'язань за одним випуском сертифікатів з фіксованою дохідністю можуть забезпечувати один або декілька консолідованих іпотечних боргів. У разі, якщо при реалізації права на задоволення вимог за рахунок іпотечних активів їх загальна вартість буде меншою, ніж загальна вартість зобов'язань емітента за сертифікатами з фіксованою дохідністю, задоволення вимог власників сертифікатів у частині, що перевищує вартість іпотечних активів за цими договорами, здійснюється за рахунок власного майна емітента.

Ризик дострокового виконання основних зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг, бере на себе емітент сертифікатів із фіксованою дохідністю, про що обов'язково повідомляється в інформації про випуск сертифікатів.

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.

Виконання зобов'язань за одним випуском сертифікатів участі можуть забезпечувати один або декілька консолідованих іпотечних боргів.

Власник сертифікатів участі бере на себе ризик дострокового виконання зобов'язань боржниками за договорами про іпотечний кредит, реформованими в іпотечний актив, про що обов'язково зазначається в інформації про випуск сертифікатів. Строк обігу сертифікатів участі має відповідати строку виконання зобов'язань за договорами про іпотечний кредит, що реформовані в іпотечні активи, та строку відчуження іпотечних активів.

Принципова відмінність між сертифікатами з фіксованою прибутковістю та сертифікатами участі криється у фінансовій моделі перетворення платежів, що надходять за іпотечними активами для виплати за сертифікатами. Модель, за якою випускаються сертифікати з фіксованою доходністю, передбачає, що власником іпотечних активів, а отже, і платежів за ними, є емітент. Модель, за якою випускаються сертифікати участі, передбачає, що власник сертифікатів передає іпотечні активи у довірчу власність. Звідси випливають відмінності в правових відносинах, що встановлюються між емітентами та власниками сертифікатів. У випадку придбання сертифікатів з фіксованою доходністю їх власник виступає кредитором емітента. У випадку придбання сертифікатів участі, власник сертифікатів є опосередкованим кредитором позичальників за кредитами. Незважаючи на те, що іпотечні сертифікати власне, є новим інструментом для українського фондового ринку, не можна сказати, що це принципово незнайомі фінансові конструкції. Так, іпотечні сертифікати з фіксованою доходністю подібні звичайним облигаціям, а іпотечні сертифікати участі мають ряд ознак інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду.

Незважаючи на істотні розбіжності між двома видами сертифікатів є кілька загальних ознак, що відрізняють іпотечні сертифікати від інших видів цінних паперів:

- 1) *Наявність реформованих зобов'язань.* При ухваленні рішення про випуск іпотечних сертифікатів, емітент повинен сформувати або придбати в іншого кредитора консолідований іпотечний борг і іпотечний пул. Консолідований іпотечний борг – це реформовані в неподільну цілісність зобов'язання окремих позичальників здійснювати платежі за кредитними договорами. Іпотечний пул поєднує іпотеки, що забезпечують такі зобов'язання. Після випуску іпотечних сертифікатів консолідований іпотечний борг здобуває статус іпотечних активів.
- 2) *Механізм довірчого управління.* Іпотечні активи, що є основою випуску іпотечних сертифікатів, знаходяться в довірчому управлінні спеціально призначеної особи – управителя. Управитель призначається власником іпотечних активів, що виступає засновником довірчого управління. При

встановленні довірчого управління власник іпотечних активів передає їх управителю в довірчу власність.

- 3) *Принцип забезпеченості.* Виконання зобов'язань за іпотечними сертифікатами забезпечується іпотечними активами та пулом іпотек. Забезпеченням виконання зобов'язань за сертифікатами з фіксованою доходністю є іпотечні активи. Забезпеченням виконання зобов'язань за сертифікатами участі є іпотеки, що складають іпотечний пул і забезпечують виконання зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг;
- 4) *Відокремлення іпотечних активів.* Іпотечні активи, що є забезпеченням випуску іпотечних сертифікатів, відокремлюються від іншого майна емітента. Емітент не має права використовувати іпотечні активи для задоволення своїх власних вимог. При банкрутстві емітента іпотечні сертифікати не входять до ліквідаційної маси;
- 5) *Принцип розподілу функцій.* До обігу іпотечних цінних паперів можуть бути залучені особи, що професійно виконують функції з обслуговування обігу іпотечних цінних паперів – розпорядник платежів, керуючий іпотекою.
- 6) *Наявність реєстру забезпечення сертифікатів.* Такий реєстр є систематизованим переліком зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг, і перелік іпотек, що складають іпотечний пул.

Чинне законодавство запроваджує систему норм, спрямованих на захист прав інвесторів, які вклали кошти в іпотечні сертифікати:

- 1) для здійснення емісії іпотечних сертифікатів емітент повинен одержати спеціальний дозвіл;
- 2) діяльність всіх учасників системи чітко регламентована та встановлені спеціальні вимоги до кожного з учасників;
- 3) обсяг зобов'язань за сертифікатами не може перевищувати 90 % вартості іпотечних активів;
- 4) не можуть виступати забезпеченням випуску сертифікатів вимоги за зобов'язаннями, забезпечені іпотекою майнових прав на нерухомість, будівництво якої не завершено, й іпотекою, що знаходиться у власності осіб з обмеженою дієздатністю;
- 5) у випадку невиконання боржником основного зобов'язання, керуючий іпотекою здійснює заходи щодо примусового стягнення за цим зобов'язанням і накладає стягнення на предмет іпотеки;
- 6) власники сертифікатів мають переважне право на задоволення своїх вимог за сертифікатами у випадку накладення стягнення на предмет іпотеки, що забезпечує виконання зобов'язань за кредитним договором;
- 7) у випадку визнання емітента банкрутом, іпотечні активи не приєднують до ліквідаційної маси;
- 8) в інтересах власників іпотечних сертифікатів, управитель може здійснювати заміну частин іпотечних активів;

9) при банкрутстві емітента сертифікатів участі обов'язки з довірчого управління іпотечними активами передаються іншому управителю.

Завдяки системі захисту прав інвесторів іпотечні сертифікати обіцяють стати надійними фінансовими інструментами на фондовому ринку України. Власники іпотечних сертифікатів з фіксованою дохідністю мають переваги перед власниками корпоративних облигацій, оскільки виконання зобов'язань за іпотечними сертифікатами забезпечується іпотечними активами.

Ще одним видом іпотечних цінних паперів є **іпотечні облигації** – це іменні облигації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям [9]. Іпотечна облигація засвідчує внесення грошових коштів її власником і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цієї облигації та грошового доходу, а в разі невиконання емітентом зобов'язань за іпотечною облигацією надає її власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття.

Державну реєстрацію випусків і проспектів емісії іпотечних облигацій здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Випуск іпотечних облигацій здійснюється у бездокументарній формі.

Виконання зобов'язань за іпотечними облигаціями здійснюється в порядку та у строки, визначені в їх проспекті емісії, а для структурованих іпотечних облигацій – також у договорі про управління іпотечним покриттям.

Проспектом емісії може передбачатися надання власникам іпотечних облигацій гарантії щодо виконання грошових зобов'язань емітента або створення для цієї мети спеціального резервного чи страхового фонду.

Процент за іпотечними облигаціями може бути фіксованим або плаваючим. У разі застосування плаваючого процента у проспекті емісії повинні зазначатися критерії або формула для його розрахунку.

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

Іпотечні облигації можуть випускатися у вигляді:

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

Емітентом звичайних іпотечних облигацій є іпотечний кредитор, що несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облигаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном, на яке, відповідно до законодавства може, бути звернено стягнення.

Для кожного випуску звичайних іпотечних облигацій формується окреме іпотечне покриття. Протягом строку обігу звичайних іпотечних облигацій сукупний розмір іпотечних активів, зобов'язання боржників за якими забезпечені іпотекою жилих будинків або квартир, повинен становити не менше ніж 85 % від сукупного розміру усіх іпотечних активів, які входять до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облигацій. Основна сума боргу за іпотечними активами, предметом іпотеки за якими є нерухо-

мість нежилого призначення та які входять до складу іпотечного покриття, не повинна перевищувати 60 % від оціночної вартості предмета іпотеки.

Для емітентів звичайних іпотечних облігацій, виконання зобов'язань за якими повністю гарантовано державою, коефіцієнт їх іпотечного покриття не повинен перевищувати 1.

Якщо протягом строку обігу звичайних іпотечних облігацій коефіцієнт іпотечного покриття перевищує встановлені цією статтею значення, емітент зобов'язаний ввести нові іпотечні активи до складу іпотечного покриття для приведення його розміру у відповідність із встановленим у цій статті значенням коефіцієнта іпотечного покриття.

Управління іпотечним покриттям звичайних іпотечних облігацій покладається на управителя, яким може бути банк або небанківська фінансова установа, яка отримала ліцензію на управління іпотечним покриттям, видану Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

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.

Загальний розмір зобов'язань за всіма випусками структурованих іпотечних облігацій, виконання зобов'язань за якими забезпечене єдиним іпотечним покриттям, не повинен перевищувати розмір такого покриття.

Виконання зобов'язань емітента за структурованими іпотечними облігаціями здійснюється виключно за рахунок іпотечного покриття.

Грошові доходи від іпотечних активів у складі іпотечного покриття підлягають переказу обслуговуючою установою на рахунок управителя.

Функції державного регулювання, нагляду та контролю у сфері випуску та обігу іпотечних облігацій і діяльності фінансових установ здійснюються:

- ✓ щодо випуску та обігу іпотечних облігацій – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
- ✓ щодо діяльності банків – Національний банк України;
- ✓ щодо діяльності фінансових установ, які не є банками, – спеціально уповноважений орган виконавчої влади у сфері регулювання ринків фінансових послуг.

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* [10]. Емітент сертифікатів ФОН, який не є банківською установою,

відкриває в обраному ним банку на своє ім'я окремий поточний рахунок, який є рахунком ФОН.

Власником сертифікатів ФОН може бути будь-яка юридична або фізична особа.

Управитель ФОН інвестує кошти, залучені від продажу сертифікатів ФОН, в операції з нерухомістю, отримує дохід від цих операцій та розподіляє отриманий дохід між власниками сертифікатів ФОН на умовах Правил ФОН.

ФОН діє до моменту виконання усіх зобов'язань перед власниками сертифікатів ФОН. ФОН створюється на строк, встановлений проспектом емісії, і до його закінчення емітент сертифікатів цього ФОН не бере на себе зобов'язань щодо викупу таких сертифікатів. Після закінчення строку, на який був створений ФОН, він припиняє своє функціонування.

Кількість випусків сертифікатів ФОН одного емітента, що одночасно знаходяться в обігу, не обмежується. Оплата сертифікатів ФОН при їх розміщенні здійснюється тільки грошовими коштами. Розміщення сертифікатів ФОН здійснюються за цінами, встановленими на певну дату, виходячи з правил ФОН.

Юридичні та фізичні особи мають право купувати і продавати сертифікати ФОН за ринковою ціною та здійснювати з ними інші операції, що не суперечать умовам випуску.

Сертифікати ФОН, випущені одним емітентом, можуть підлягати конвертації, якщо це передбачено інформацією про умови випуску сертифікатів ФОН. Конвертація сертифікатів ФОН здійснюється емітентом шляхом вилучення з обігу сертифікатів ФОН одного випуску, їх анулювання та обміну на сертифікати ФОН іншого випуску.

Сертифікати ФОН можуть бути випущені в одній з таких форм:

- ⇒ іменні сертифікати ФОН документарної форми випуску (іменні документарні сертифікати ФОН);
- ⇒ іменні сертифікати ФОН бездокументарної форми випуску (іменні бездокументарні сертифікати ФОН);
- ⇒ сертифікати ФОН на пред'явника документарної форми випуску (документарні сертифікати ФОН на пред'явника).

Емітентом сертифікатів ФОН може бути банк або інша фінансова установа, якщо вона відповідає вимогам, встановленим спеціально уповноваженим органом виконавчої влади у сфері регулювання ринків фінансових послуг, а також має дозвіл на здійснення емісії сертифікатів ФОН.

Отже, сертифікати ФОН за своїм цільовим призначенням нагадують інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів. Проте вони мають свої *специфічні особливості*, а саме:

- ❖ управитель ФОН зобов'язаний викупити не менше 1 % від суми емісії кожного випуску сертифікатів ФОН, функції управителя якого він виконує;
- ❖ загальна номінальна вартість сертифікатів ФОН, випущених емітентом, не може перевищувати 50-кратного розміру власного капіталу емітента;
- ❖ обсяг здійснюваного в рамках емісії випуску сертифікатів ФОН має бути в сумі, еквівалентній не менше ніж 100 тис. євро за курсом НБУ на день прийняття рішення про емісію сертифікатів ФОН;
- ❖ оплата сертифікатів ФОН при їх розміщенні здійснюється тільки грошовими коштами;
- ❖ випускаються іменними або на пред'явника, але лише у документарній формі. Такий висновок випливає з того, що ведення реєстру власників іменних сертифікатів ФОН емітент здійснює самостійно.

Особливою групою цінних паперів є *похідні цінні папери*, які мають встановлені законодавством реквізити та засвідчують зобов'язання внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив та/або проводяться розрахунки на підставі ціни (розміру) базового активу. До похідних цінних паперів належать деривати та депозитарні розписки (свідоцтва).

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 облігаціями 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.

Похідні цінні папери вводяться в обіг юридичними особами – суб'єктами підприємницької діяльності, які зобов'язуються виконувати, передбачені в інформації про випуск похідних цінних паперів.

Похідні цінні папери, що утворюються шляхом надання пропозицій щодо провадження певних дій, спрямованих на встановлення зобов'язань, умов виконання яких передбачені у похідних цінних паперах, можуть бути утворені лише організатором торгівлі.

Випуск від імені держави похідних цінних паперів, базовим активом яких є державні цінні папери, здійснює за рішенням Кабінету Міністрів України Міністерство фінансів України. У рішенні Кабінету Міністрів України повинні визначатися основні умови випуску та обігу таких похідних цінних паперів. Випуск та інформація про випуск таких цінних паперів не підлягають реєстрації у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Для введення в обіг похідних цінних паперів емітент чи організатор торгівлі повинен узгодити можливість використання базового активу з:

- ❖ Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку – якщо базовим активом є цінні папери (крім державних), фондові індекси чи ставки прибутковості за цінними паперами;
- ❖ Міністерством економіки України – якщо базовим активом є товарні ресурси;
- ❖ Національним банком України – якщо базовим активом є кошти, їх ринкові характеристики та банківські метали;
- ❖ Міністерством фінансів України – якщо базовим активом є державні цінні папери.

Міністерство економіки України та Національний банк України можуть встановлювати квоти на обсяги використання відповідного базового активу.

3.2. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Особливою сферою ринкових відносин, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів та формується ціна на них є *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.

Отже, мета ринку цінних паперів – акумулювати фінансові ресурси й забезпечити можливість їх перерозподілу через вдосконалення різноманітних операцій з цінними паперами різними учасниками ринку, тобто здійс-

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

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [3] 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.

Ринок цінних паперів має забезпечувати реалізацію національних інтересів, а також сприяти зміцненню економічного потенціалу країни шляхом:

1) *сприяння:*

- ❖ надходження інвестицій у реальний сектор економіки;
- ❖ ефективної системи захисту прав і інтересів інвесторів, як вітчизняних, так і іноземних;
- ❖ сприятливих умов для розвитку інститутів спільного інвестування, в тому числі недержавних пенсійних фондів;
- ❖ умов для підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу;

2) *розбудови:*

- ❖ сучасної надійної системи виконання угод з цінними паперами та обліку права власності на цінні папери;
- ❖ ефективної системи організованої торгівлі, яка має визначати ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів;

3) *концентрації і централізації* торгівлі корпоративними цінними паперами українських емітентів на організованому ринку на засадах конструктивної конкуренції та інновацій;

4) *гармонізації* політики держави на фондовому ринку з грошово-кредитною, валютною і бюджетно-податковою політикою з метою розвитку фондового ринку України.

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.

Первинний ринок – це місце первинної пропозиції акцій, емітованих (тобто випущених) компанією. Деякі емітенти спілкуються з покупцями безпосередньо, проте переважна більшість користується послугами інвестиційних посередників, роль яких виконують, зазвичай, брокерські фірми, рідше – банки.

Первинна пропозиція буває двох видів:

1. *Приватне розміщення*. В цьому випадку пакет акцій продається одному-двом інституційним інвесторам (наприклад, інвестиційному банку). Особливістю приватного розміщення є закритий характер операції. Ніяких вимог з розкриття фінансової документації не висувається. Проте приватне розміщення є неліквідною інвестицією, оскільки покупець пакету акцій не має права перепродувати цінні папери протягом двох років з моменту операції.

2. *Публічне розміщення* (public offering) або IPO (initial public offering) – це випуск компанією своїх акцій чи інших цінних паперів на ринок з метою продажу широкому колу інвесторів. Головною метою IPO є збільшення капіталу компанії. У світовій практиці первинне публічне розміщення зазвичай здійснюється «молодими» компаніями, які прагнуть отримати кошти для розширення власного бізнесу. Проте досить часто великі компанії розміщують власні цінні папери з метою стати компаніями, які публічно продаються на біржі.

На цьому первинний ринок цінних паперів закінчується і настає ринок вторинний.

Вторинний ринок призначений для забезпечення максимальної ліквідності цінних паперів, а також для регулювання торгівлі ними. Вторинний ринок буває біржовим і позабіржовим. Торгівля цінними паперами на біржовому вторинному ринку відбувається на фондових біржах.

На вторинному ринку обертаються цінні папери, які вже реалізовані на первинному, тобто тут продаються та купуються раніше випущені цінні папери, відбувається зміна їх власників. З точки зору організації, вторинний ринок поділяється на позабіржовий (вуличний) та біржовий. Термін «вуличний ринок» (торгівля з прилавку) зберігається з тих далеких часів, коли лондонські брокери укладали угоди просто на вулиці чи у кафе. Позабіржовий ринок ще називають децентралізованим, на відміну від біржового – централізованого.

Біржовий ринок пов'язують з поняттям фондової біржі як особливо організованого, зазвичай, вторинного ринку цінних паперів, що сприяє під-

вищенню мобільності капіталу і виявленню реальних ринкових цін активів. Історично позабіржовий ринок передеє біржовому.

Позабіржовий ринок охоплює ринок операцій із цінними паперами поза біржею: первинне розміщення, а також перепродаж цінних паперів тих емітентів, що не бажають потрапити на біржу.

Крім зазначених вище сегментів, ринок цінних паперів можна класифікувати за такими ознаками:

- ⇒ *за категоріями емітентів*: ринок корпоративних цінних паперів; ринок державних цінних паперів; ринок муніципальних цінних паперів тощо;
- ⇒ *за рівнем розвитку інституційного середовища*: розвинуті ринки та ринки, що розвиваються;
- ⇒ *за рівнем організації торгівлі активами*: організований і неорганізований;
- ⇒ *за формою організації торгівлі активами* (вторинний): біржовий і позабіржовий;
- ⇒ *за термінами випуску*: ринок безтермінових цінних паперів; ринок термінових цінних паперів із встановленим терміном обертання та без встановленого терміну обертання тощо;
- ⇒ *за територією розповсюдження*: міжнародний, національний, міжнаціональний, регіональний;
- ⇒ *за видами (категоріями) цінних паперів*: ринок акцій (у тому числі за їх видами); ринок ОВДП, ринок іпотечних цінних паперів, ринок похідних цінних паперів та ін.);
- ⇒ *за принципом повернення фінансових активів, що підлягають поверненню*: ринок боргових зобов'язань та ринок інструментів власності;
- ⇒ *за типом торгівлі* ринок цінних паперів має дві основні форми – публічну та комп'ютеризовану.

Як і будь-який інший, ринок цінних паперів формується, виходячи з попиту та пропозиції, урівноважених ціною на фінансові інструменти. Через ринок цінних паперів акумулюються грошові нагромадження кредитно-фінансових інститутів, корпорацій, підприємств, держав, приватних осіб і спрямовуються на виробниче та невиробниче вкладення капіталів.

Ринок цінних паперів об'єднує частину кредитного ринку (ринок боргових інструментів позики або боргових зобов'язань) та ринок інструментів власності. Іншими словами, цей ринок охоплює операції з випуску й обертання інструментів позики, інструментів власності, а також функціонування їх гібридів і похідних.

Отже, головною метою розвитку ринку цінних паперів є залучення тимчасово вільних інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення подальшого зростання виробництва.

Загальний стан ринку цінних паперів характеризується фондовими індексами та їх динамікою. У фінансових публікаціях (засобах інформації) публікуються біржові та позабіржові фондові індекси для міжнародного ринку акцій загалом, а також для регіональних та національних ринків зокрема. Так, *Morgan Stanly Capital International (MSCI)* публікує такі індекси:

- Світовий – 1500 акцій з 22 країн;
- Європейський – 600 акцій;
- По Європі, Австралії та Далекому Сході (*EAFE*) – 1000 акцій.

Ці індекси враховують близько 60 % капіталізації кожного ринку.

У "*Financial Times*" публікуються фондові індекси для основних національних, регіональних та світового ринків (*FT/S & P Actuaries World Indices*), які визначаються спільно з *FTSE International Standard & Poor's*. Регіональні індекси визначаються для таких регіонів, як Америка, Європа, Тихоокеанський регіон, Євротихоокеанський регіон, Японія, Північна Америка та інші. Для кожного індексу наводяться:

- значення в доларах США, євро, японських єнах та національних валютах;
- зміна у відсотках щодо попереднього дня торгів індексу в доларах США, євро та національних валютах;
- середнє значення дивіденду.

Індекси *FT/S & P Actuaries* базуються на даних близько 2500 акцій та враховують більш ніж 70 % капіталізації кожного ринку. Існують й інші міжнародні фондові індекси. Так, з 1987 року *Solomon Brothers ma Frank Russell* публікують індекси *Solomon/Russell Global Equity*. Союз швейцарських банків (*Union de Banques Suisses – UBS*) визначає регіональні та світові індекси на основі значень основних національних індексів. Банк *Credit Swiss First Boston* також визначає міжнародні індекси, які згодом публікує в «Euromoney».

Зазвичай, інвестори-резиденти надають перевагу національним індексам, а іноземні інвестори – світовим. Деякі з них наведені у таблиці 3.1.

Макроекономічна ситуація тенденцій розвитку фондового ринку України визначається через *інтегральний індекс фондового ринку*, який визначається відповідно до методики, затвердженої Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [14].

Таблиця 3.1.

Національні фондові індекси

| КРАЇНА | БІРЖА (МІСТО) | ІНДЕКС |
|----------------|--|--|
| США | Нью-Йоркська фондова біржа Американська фондова біржа Позабіржовий ринок | NYSE Composite, Standard & Poor's 500, Dow Jones Industrial AMEX Composite Index Nasdaq Composite Nasdaq 100 |
| Японія | Токіо | Nikkei Average, TOPIX |
| Великобританія | Лондон | FT-SE30, FT-SE100, FT-SE Mid250 |
| Канада | Торонто Монреаль | TSE Montreal Industrial |
| Гонконг | Гонконг | Hang Seng |
| Сінгапур | Сінгапур | Streits Times |
| Австралія | Сідней | All Ordinaries |
| Нідерланди | Амстердам | AEX Index |
| Франція | Париж | CAC 40 |
| Німеччина | Франкфурт | FAZ, DAX |
| Швейцарія | Цюрих | Swiss Mkt Index |

Ця методика визначає порядок розрахунку, інформаційну базу та критерії відбору підприємств для розрахунку інтегрального індексу фондового ринку. Підприємства – емітенти, які будуть введені до бази для розрахунку інтегрального індексу мають відповідати таким вимогам:

- ⇒ обсяг торгів емітентів дорівнює 70–80 % загальної ринкової капіталізації підприємств – емітентів акцій;
- ⇒ обсяг торгів за такими підприємствами повинен складати 50–60 % торгів за акціями на вторинному ринку за угодами купівлі-продажу.

Базове значення індексу – 100. На практиці використовується два показники: *фондовий індекс* – це відношення усередненого (за певною групою підприємств) значення вартості акцій, проданих за поточний період до усередненого значення вартості акцій, проданих за минулий період, та *інтегральний індекс* – це показник діяльності ринку цінних паперів у межах національних кордонів, який характеризує стан внутрішніх ринків, що існують в певній державі або на долю яких припадає значна частина ринку цінних паперів цієї країни.

Розрахунок інтегрального індексу фондового ринку здійснюється на основі звітності торговців цінними паперами. Для розрахунку інтегрального

індексу фондового ринку відбираються всі виконані торговцями угоди купівлі-продажу з акціями підприємств на вторинному ринку.

Порядок розрахунку інтегрального індексу фондового ринку такий: інтегральний індекс фондового ринку розраховується як відношення середньої геометричної ціни акцій підприємств за поточний період до середньої геометричної ціни акцій підприємств в базисний період.

Формула розрахунку інтегрального індексу має такий вигляд:

$$I = \left[\frac{\prod_{i=1}^n (P_i)}{\prod_{i=1}^n (P_o)} \right]^{1/n}, \quad (3.1.)$$

де: I – інтегральний індекс,

P_i – середня ціна купівлі – продажу акції i -го підприємства за період, яка розраховується як середньозважена ціна купівлі-продажу акцій;

P_o – середня ціна купівлі – продажу акції i -го підприємства в базисний період.

Середня ціна купівлі – продажу акції i -го підприємства в t період розраховується таким чином:

$$P_i = \frac{\sum_{j=1}^m (K_j \cdot P_j)}{\sum_{j=1}^m K_j}, \quad (3.2.)$$

де: K_j – кількість куплених в одній операції акцій;

m – кількість угод за період n -го емітента;

n – кількість підприємств-емітентів.

Формула дає значення індексу на визначену дату.

Для ефективного функціонування ринку цінних паперів держава здійснює його регулювання.

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 [2]:

✓ 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;
- ✓ контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;
- ✓ встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контролю за їх дотриманням;
- ✓ контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;
- ✓ контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів;
- ✓ проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється з метою:

- ↪ реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних;
- ↪ створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;
- ↪ одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги та характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;
- ↪ забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів;
- ↪ гарантування прав власності на цінні папери та захисту прав учасників фондового ринку;
- ↪ інтеграції в європейський та світовий фондові ринки;

- ↗ дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства;
- ↗ запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів;
- ↗ контролю за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів.

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 шляхом застосування заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень;
- ❖ сприяння розвитку ринку цінних паперів;
- ❖ узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення.

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 факторами, які сьогодні стримують розвиток ринку цінних паперів в Україні, є:

- ↗ недосконала податкова нормативна база;
- ↗ звужений, непрозорий позабіржовий ринок;
- ↗ інертний вторинний ринок;
- ↗ нерозвинені похідні фінансові інструменти;
- ↗ не вирішені проблеми надання гарантій щодо доставки корпоративних цінних паперів та їх перереєстрації в режимі, який не перевищує T+3

(режим, за якого гроші в обмін на цінні папери реально повинні бути поставлені на третій день після укладення угоди);



відсутній механізм «поставки проти оплати», внаслідок чого левова частка угод здійснюється на умовах передоплати або передпоставки.

Саме тому, основними напрями розвитку ринку цінних паперів в Україні мають бути:

- ⇒ посилення конкурентоспроможності ринку через проведення сприятливої державної політики щодо оподаткування на фондовому ринку, перетворення торговців цінними паперами у повно функціональні, фінансово стійкі інститути, що надаватимуть широкий перелік фінансових послуг;
- ⇒ податкове стимулювання розвитку фондового ринку України через:
 - ✓ звільнення від обкладення податком на прибуток підприємств та податком на додану вартість некомерційних (неприбуткових) організацій фондового ринку, введення до складу емісійного доходу емітента сум перевищення виручки від повторного розміщення цінних паперів над ціною викупу таких цінних паперів, відмови від оподаткування курсових різниць, що виникають при перерахуванні у національну валюту інвестицій на фондовому ринку, які надходять в іноземній валюті;
 - ✓ скасування оподаткування майна та коштів, що надходять підприємству – платнику податків від інвесторів на виконання інвестиційних зобов'язань за договорами купівлі – продажу державних пакетів акцій під час приватизації такого підприємства;
 - ✓ застосування податкової застави щодо забезпечення податкового боргу професійного учасника фондового ринку в розмірі, що не перевищує подвійної суми такого боргу.
- ⇒ удосконалення системи регулювання ринку цінних паперів через визначення пріоритетів державної політики на фондовому ринку та розроблення заходів щодо його подальшого розвитку, забезпечення єдиного підходу до регулювання діяльності на фондовому ринку як банківських, так і небанківських фінансових установ;
- ⇒ розвиток корпоративного управління через удосконалення системи розкриття інформації про вартість цінних паперів та об'єкти інвестування через інструменти фондового ринку;
- ⇒ розвиток інститутів спільного інвестування через приведення українського законодавства про інститути спільного інвестування відповідно до законодавства країн Європейського Союзу, визначення діяльності з управління активами інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів як виключної, здійснення заходів щодо формування у населення позитивного сприйняття діяльності нових інститутів спільного інвестування.

- ⇒ *розбудова інфраструктури фондового ринку* через розвиток професійної діяльності з управління цінними паперами, кастодіальної, з інвестиційного консультування, зосередження торгівлі акціями та облігаціями підприємств та угод з великими пакетами цінних паперів на організаційно оформленому ринку, здійснення заходів щодо запобігання маніпулюванню ринком, нечесній торгівній практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку.
- ⇒ *розвиток Національної депозитарної системи* через здійснення заходів для утворення єдиного депозитарію цінних паперів (крім державних цінних паперів), запровадження стандартів діяльності прямих учасників Національної депозитарної системи щодо обліку прав власності на цінні папери;
- ⇒ *підготовка фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління* через створення комплексної, постійно функціонуючої системи підготовки фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління із застосуванням сучасних навчально-методичних технологій та використанням міжнародного досвіду в цій сфері.

3.3. УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЇХ ФУНКЦІЇ

Учасниками ринку цінних паперів можуть бути – емітенти, інвестори, саморегульвні організації та професійні учасники фондового ринку, див. рис. 3.5.

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* – держава, Автономна республіка Крим, муніципальні органи, суб’єкти господарювання;
- ❖ *організаційно-правова форма* – юридичні особи, які можуть випускати всі види цінних паперів, дозволені законодавством країни, окрім державних цінних паперів; фізичні особи, які займаються підприємницькою діяльністю без створення юридичної особи;
- ❖ *напрямок професійної діяльності* – промислові компанії; сфера послуг та зв’язку; банки та інші фінансові установи;
- ❖ *політика на ринку цінних паперів* – розрахована на залучення стратегічних інвесторів; спрямована на вітчизняний або іноземний капітал; подібнення капіталу тощо;
- ❖ *національна належність* – резиденти, нерезиденти.

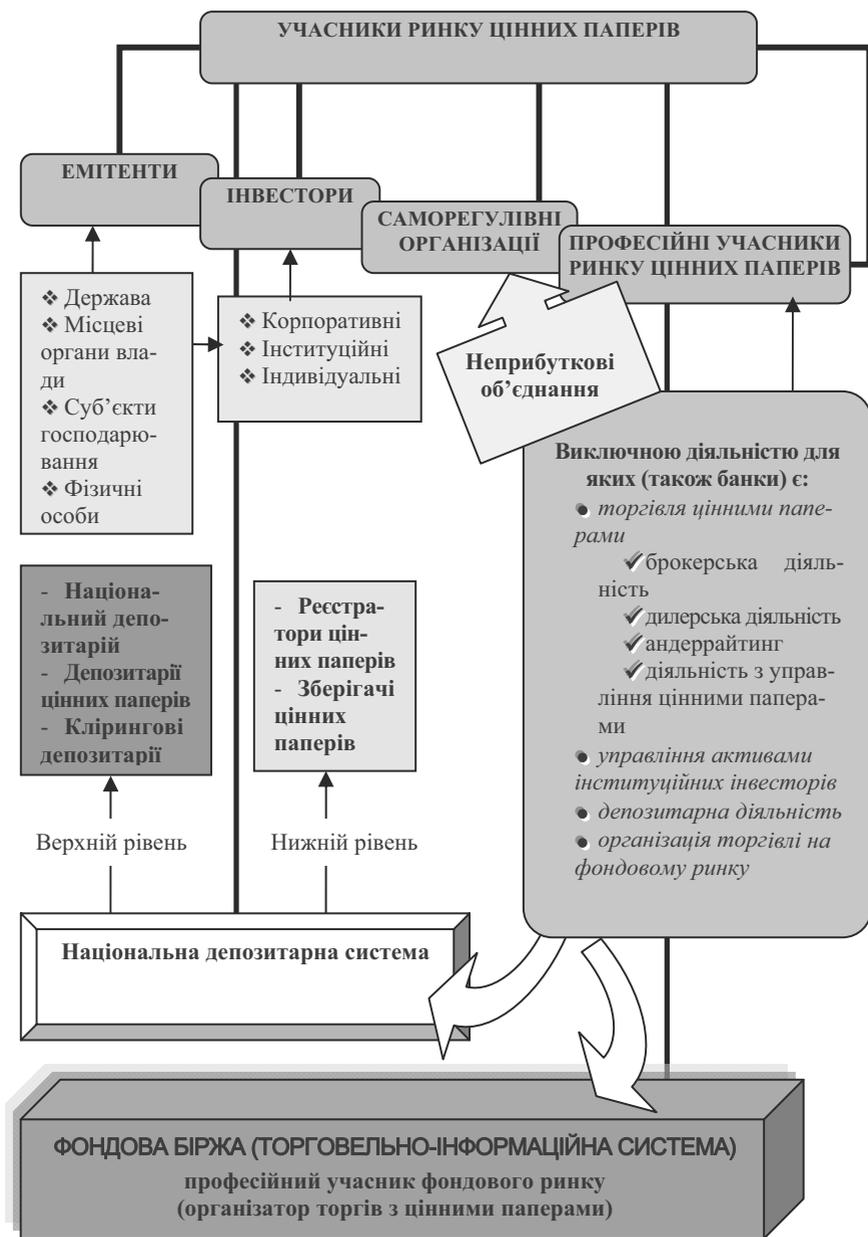


Рис. 3.5. Учасники ринку цінних паперів

Відповідно до чинного законодавства [3], емісія цінних паперів в Україні може мати форму відкритого (публічного) та закритого (приватного) розміщення.

Публічне (відкрите) розміщення цінних паперів – їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб.

Приватне (закрите) розміщення цінних паперів – розміщення цінних паперів шляхом безпосередньої пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб. Перше розміщення акцій відкритого акціонерного товариства є виключно закритим (приватним) серед засновників.

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.

Корпоративні інвестори – це суб'єкти підприємницької діяльності різних форм власності, що мають вільні грошові кошти.

Інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб.

Індивідуальними інвесторами найчастіше є фізичні особи, які використовують свої нагромадження для придбання цінних паперів

Саморегулівна 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.

Ці організації професійних учасників ринку цінних паперів створюються згідно з Рішенням Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку України, за принципом – одна саморегулівна організація з кожного виду професійної діяльності [15].

Саморегулівна організація повинна об'єднувати не менше ніж 25 % кількості професійних учасників ринку цінних паперів, які здійснюють певний вид (види) професійної діяльності, за винятком саморегулівних організацій організаторів торгівлі та установ, що здійснюють розрахунково-клірингову діяльність.

Основними завданнями саморегулівних організацій є:

↪ встановлення правил, стандартів та вимог до здійснення діяльності з цінними паперами, норм та правил поведінки, вимог до професійної

кваліфікації фахівців – членів саморегульованих організацій та здійснення контролю за їх дотриманням членами організації;

- ↪ сприяння умовам здійснення підприємницької діяльності членами саморегульованої організації;
- ↪ розробка та впровадження заходів щодо захисту прав членів саморегульованої організації, розгляд скарг клієнтів – членів саморегульованих організацій, які входять до їх складу, щодо порушення професійними учасниками ринку цінних паперів вимог чинного законодавства;
- ↪ впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між членами саморегульованої організації та між членами саморегульованої організації та їх клієнтами;
- ↪ ініціювання вдосконалення нормативної та законодавчої бази ринку цінних паперів;
- ↪ представництво інтересів членів саморегульованої організації та інших учасників ринку цінних паперів в органах державної влади, судах, інших організаціях з метою захисту їх інтересів [15].

Найактивнішою саморегульованою організацією в Україні є Асоціація «Позабіржова фондова торгівельна система (ПФТС)», яка має вигляд електронного фондового ринку, створеного для торгівлі цінними паперами, допущеними Асоціацією до котування у Торговельній системі. Членом ПФТС може бути будь-яка юридична особа, яка має право здійснювати підприємницьку діяльність з цінними паперами в Україні та прийнята в Асоціацію згідно з її Статутом, положеннями та правилами [18]. Система «ПФТС On line» дозволяє операторам ринку через Інтернет відслідковувати за котируванням з п'ятихвилинною затримкою.

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.

Поєднання професійної діяльності на фондовому ринку з іншими видами професійної діяльності, за винятком банківської, не допускається, крім випадків, передбачених законом.

На фондовому ринку здійснюються такі види професійної діяльності:

- 1) діяльність з торгівлі цінними паперами;
- 2) діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- 3) депозитарна діяльність;
- 4) діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами поєднує:

- ✓ брокерську діяльність;
- ✓ дилерську діяльність;
- ✓ андеррайтинг;
- ✓ діяльність з управління цінними паперами.

Торговцю цінними паперами забороняється перепродавати (обмінювати) цінні папери власного випуску.

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 проводиться 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.

Не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами:

- 1) розміщення емітентом власних цінних паперів;
- 2) купівлі емітентом власних цінних паперів;
- 3) проведення юридичними особами та фізичними особами – підприємцями розрахунків з використанням векселів та/або заставних;
- 4) провадження юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі – продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на провадження брокерської діяльності, а також на підставі договорів купівлі-продажу або міни, укладених безпосередньо з торговцем цінними паперами;
- 5) внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних 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» [1]), 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.

Сферою діяльності Національної депозитарної системи є:

- стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;

- уніфікація документообігу щодо операцій з цінними паперами і нумерація цінних паперів, випущених в Україні, згідно з міжнародними стандартами;

- відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документальній, так і в бездокументарній формах;

- реальна поставка та переміщення з рахунку в цінних паперах з одномоментною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;

- акумулювання доходів щодо цінних паперів, взятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками;

- регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;

- надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;

- розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем обслуговування обігу рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних із банківськими або іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі [1].

Перелік цінних паперів, що обслуговуються Національною депозитарною системою, встановлює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. 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 фондових 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.

Клієнтами депозитарію є зберігачі, які уклали з ним депозитарний договір, емітенти щодо рахунків власних емісій, відкритих на підставі договорів про обслуговування емісії цінних паперів, а також інші депозитарії, з якими укладені договори про кореспондентські відносини.

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.

Комерційні банки, які мають дозвіл на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, і торговці цінними паперами за наявності відповідного дозволу мають право бути зберігачами, проводити за дорученням власника операції з депонованими цінними паперами і здійснювати іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, за винятком клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Клірингові депозитарії – це організації, які отримують, звіряють та поновлюють поточну інформацію, готують бухгалтерські та облікові документи, необхідні для виконання угод щодо цінних паперів, визначають взаємні зобов'язання, що передбачає взаємозалік, забезпечують та гарантують розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Взаєморозрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються на підставі розрахункових документів, наданих сторонами відповідно до договорів, що передбачають перехід права власності на цінні папери, або інформації, наданої фондовими біржами та організаційно оформленим позабіржовим ринком.

Правила та операційні стандарти клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України та Міністерством фінансів України.

Ресстратори 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.

Органи державної влади, центри сертифікатних аукціонів і їх правонаступники не можуть вести реєстри та бути засновниками реєстраторів. Частка емітента цінних паперів у статутному фонді реєстратора не може перевищувати десяти відсотків. Емітент може вести власний реєстр самостійно, якщо кількість власників цінних паперів не перевищує кількості, визначеної Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

3.4. 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 тор-

говців 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 (сукупність процедур із введення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах організатора торгівлі) та делістингу (процедура виключення цінних паперів з реєстру організатора торгівлі, якщо вони не відповідають правилам організатора торгівлі, з подальшим припиненням їх обігу на організаторі торгівлі або переведенням у категорію цінних паперів, допущених до обігу без введення до реєстру організатора торгівлі) 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 працює за такими *принципами*:

- перевірка якості і надійності цінних паперів;
- встановлення на основі аукціонної торгівлі єдиного курсу на однакові цінні папери одного емітенту;
- гласність біржових операцій.

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.

У торгах на фондовій біржі мають право брати участь члени фондової біржі та інші особи відповідно до законодавства.

Член фондової біржі – це юридична особа, яка має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгів-

лі цінними паперами, і отримала цей статус в порядку, встановленому фондовою біржею. Членами фондової біржі можуть бути:

- ❖ **маркет-мейкер** – член фондової біржі, який, згідно з правилами фондової біржі, зобов'язується підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, які допущені до біржових торгів;
- ❖ **учасник біржових торгів** – член фондової біржі, а також, інші особи та державні органи, які, згідно з правилами фондової біржі, отримали право оголошувати заявки та укладати біржові угоди;
- ❖ **уповноважений представник учасника біржових торгів** – фізична особа, яка від імені учасника торгів оголошує заявки та укладає біржові угоди;
- ❖ **брокерські компанії** – це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів.
- ❖ **дилерські компанії** – це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу третім особам.

Залежно від виду торговельної діяльності члени біржі поділяються на чотири категорії:

- брокер-комісіонер збирає у брокерських фірм заявки клієнтів, доставляє їх в зал біржі і відповідає за їх виконання;
- біржовий брокер виконує доручення інших брокерів;
- біржовий трейдер здійснює операції лише за власний рахунок, правилами біржі йому заборонено виконувати розпорядження клієнтів;
- “спеціаліст” виконує три основні функції: здійснює виконання заявок з певними групами цінних паперів, діючи при цьому як брокер; діє як дилер, тобто купує та продає цінні папери за власний рахунок; виконує завдання підтримки стабільності на ринку певних цінних паперів шляхом компенсації тимчасових дисбалансів попиту та пропозиції. Спеціаліст є центральною фігурою на фондовій біржі.

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

Касова угода (спотова) – її особливість у тому, що цінні папери оплачуються та передаються покупцю, зазвичай, у день угоди або протягом 1-3 днів. Ринок таких угод називається *касовим (спотовим)*, а ціна касовою (спотовою). Ці угоди передбачають первинне розміщення цінних паперів та їх вторинний перепродаж. До первинного розміщення через біржу приймаються цінні папери, які пройшли лістинг (експертизу) в експертній групі біржі. Вторинний перепродаж цінних паперів полягає у такому:

- ❖ угоди здійснюються за паперами, які котуються на біржі;

- ❖ котування складається, виходячи з реальних біржових цін попиту та пропозиції;
- ❖ доручення брокерам на покупку та продаж цінних паперів даються у формі наказу.

Угоди, які мають предмет поставки активу у майбутньому називають *строковими*. Предметом *строкових угод* можуть бути будь-які активи. До строкових угод належать: опціони, ф'ючерси, варанти.

З точки зору строків виконання опціони поділяють на:

- *американський опціон*, який може бути виконаний у будь-який день до закінчення строку контракту;
- *європейський опціон*, який здійснюється лише в день закінчення строку контракту.

Першими фондовими біржами у світі були Амстердамська біржа (1602 р.), Лондонська (1770 р.), Нью-Йоркська біржа (1792 р.). Спочатку розвиток бірж був пов'язаний з ростом державного боргу, тому що вкладені в облігаційні позики капітали могли перетворюватися на гроші. Після того, як з'явилися перші акціонерні товариства, об'єктом біржового обороту стають акції.

Сьогодні у світі налічується близько 200 фондових бірж, об'єднаних у Міжнародну федерацію фондових бірж. Найбільшими з них є фондові біржі Нью-Йорка, Лондона та Токіо – на них припадає до 60 % загальносвітового обсягу торгівлі цінними паперами. У кожній країні існує своя інтер-національна, історично сформована система бірж.

У міжнародній практиці існують різні організаційно – правові форми бірж:

- ⇒ неприбуткова корпорація (Нью-Йоркська біржа);
- ⇒ неприбуткова членська організація (Токійська біржа);
- ⇒ товариство з обмеженою відповідальністю (Лондонська та Сіднейська біржі);
- ⇒ напівдержавна організація (Франкфуртська біржа) та ін.

З огляду на роль, яку відіграють біржі у національних фінансово-інвестиційних системах, можна виокремити країни з моно- та поліцентричною організацією фондових бірж (див. табл. 3.2.)

Таблиця 3.2.

Кількість фондових бірж в окремих країнах світу

| Кількість фондових бірж в окремих країнах світу | Країна |
|--|--|
| 1 | Австралія, Австрія, Угорщина, Греція, Данія, Ізраїль, Ірландія, Корея, Люксембург, Мексика, Норвегія, Чехія, Словачія, Тайвань, Турція, Нова Зеландія, ПАР |
| 2 | Венесуела, Індонезія, Єгипет, Китай, Пакистан, Португалія |
| 3 | Бельгія, Колумбія, Філіппіни, Швейцарія |
| 4 | Іспанія |
| 5 | Аргентина, Канада |
| 6 | Велика Британія |
| 7 | США (без NASDAQ), Франція |
| 8 | Німеччина, Японія |
| 9 | Бразилія |
| 10 | Італія |
| Більше 10 | Індія (19 бірж) |

Станом на 01.01.2008 в Україні загальна кількість організаторів торгівлі, яким видана ліцензія на здійснення діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку, становила 9 [2], з яких 7 фондових бірж: ЗАТ «Українська фондова біржа»; ЗАТ «Придніпровська фондова біржа»; ЗАТ «Українська міжбанківська валютна біржа»; ЗАТ «Українська міжнародна фондова біржа»; ЗАТ «Українська фондова біржа»; ЗАТ Фондова біржа «ІННЕКС»; Дочірнє підприємство «Фондова біржа ПФТС» та 2 торговельно-інформаційні системи: Дочірнє підприємство Асоціації «Південноукраїнська торговельно-інформаційна система»-«Південь-Сервер» та ТОВ «Торговельно-інформаційна система «Перспектива».

3.5. АНАЛІЗ ТА ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ

При розробці оптимальних фінансових рішень у конкретних ситуаціях інвестор повинен вміти оцінювати майбутню вартість інвестованих грошових коштів для розрахунків дохідності інвестиційних операцій.

² Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік. с. 23. / Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку / <http://www.stockmarket.gov.ua>

Враховуючи значну тривалість інвестиційного процесу, на практиці, зазвичай, порівнюється вартість грошей на початку їх інвестування з вартістю грошей при їх поверненні у вигляді майбутнього прибутку.

Рух грошових потоків від поточної вартості до майбутньої називають *нарощуванням*. Рух вартості від майбутньої до поточної називають *дисконтуванням*.

У процесі нарощування та дисконтування грошових потоків розглядають такі фактори:

- ➔ поточна або теперішня вартість грошей (**PV**);
- ➔ майбутня вартість грошей (**FV**);
- ➔ кількість періодів (років) (**n**);
- ➔ норма дохідності (річна відсоткова ставка) (**r**).

Оцінка майбутньої вартості грошових вкладень (**FV**), інвестованих на строк більше одного року (періоду) залежить від того, який процент (простий чи складний) буде прийматися в розрахунках.

Прості відсотки, зазвичай, використовуються у короткострокових фінансових операціях. Базою для нарахування відсотків за певний період часу є початкова сума грошових коштів:

$$FV = PV + PV \cdot r + \dots + PV \cdot r = PV \cdot (1 + r \cdot n) \quad (3.3.)$$

У випадку, коли фінансова операція здійснюється у термін t днів протягом року, формула попередня матиме такий вигляд:

$$FV = PV \cdot \left(1 + \frac{r \cdot t}{365}\right) \quad (3.4.)$$

При використанні простого відсотку інвестор буде одержувати дохід (нарощувати капітал) тільки з суми початкових інвестицій протягом всього строку реалізації проекту.

Приклад. *Інвестор 10 січня 2008 року поклав на депозит у банк готівку у розмірі 60 тис. грн. під 17 % річних строком до 1 грудня 2008 року. Визначити, яку суму отримає інвестор в кінці строку інвестування, за умови нарахування відсотків за простою схемою.*

Точна кількість днів становить, дні – 324, відповідно:

$$FV = 60 \cdot \left(1 + \frac{0,17 \cdot 324}{365}\right) = 69,05 \text{ тис. грн.}$$

При використанні складного відсотку, одержаний дохід періодично додається до суми початкових інвестицій. У результаті чого відсоток нараховується також з накопиченої у попередніх періодах суми відсоткових платежів або будь-якого іншого виду доходу. Знаходження майбутньої вартості грошових коштів через n -період і при відомому значенні темпу їх приросту здійснюється за формулою:

$$FV_n = PV (1 + r)^n, \quad (3.5.)$$

де PV – сума грошових коштів, інвестованих у період $t=0$;
 r – річна ставка дохідності, коефіцієнт;

n – кількість періодів (років)

Приклад. Інвестор поклав у банк 500 грн під 10 % річних. Визначити розмір суми вкладу через 4 роки.

$$FV_4 = 500 (1 + 0,1)^4 = 500 \times 1,4641 = 732,05 \text{ грн.}$$

Якщо нарахування відсотків здійснюється m -раз у рік, то формула буде мати такий вигляд:

$$FV_n = PV (1 + r/m)^{n \cdot m} \quad (3.6.)$$

Приклад. Інвестор поклав у банк 500 грн під 10 % річних з щоквартальним нарахуванням відсотків. Визначити розмір суми вкладу через 3 роки.

$$FV_{3,4} = 500 (1 + 0,1/4)^{3 \cdot 4} = 672,44 \text{ грн.}$$

У фінансових розрахунках часто виникає потреба в оцінці *поточної вартості майбутніх грошових потоків (PV)*. Метою цієї процедури є визначення цінностей майбутніх надходжень від реалізації того чи іншого проекту з позицій поточного моменту.

Процес конвертування грошових коштів, що планується одержати у майбутніх періодах в їх поточну вартість, називають операцією **дисконтування**. Процентна ставка, що використовується у розрахунку PV, має назву **дисконтної ставки**.

Дисконтування при *простих відсотках* здійснюється за формулами:

❖ для довгострокових операцій:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r \cdot n)}, \quad (3.7.)$$

❖ для короткострокових операцій:

$$PV = \frac{FV}{\left(1 + \frac{r \cdot t}{365}\right)} \quad (3.8.)$$

Приклад. Інвестор бажає отримати в кінці року 70 тис. грн. на депозитному рахунку. Нарахування відсотків здійснюється за схемою простих відсотків за місячної ставки 1,6 %. Яку суму необхідно розмістити на депозитний рахунок?

$$PV = \frac{70}{(1 + 0,016 \cdot 12)} = 58,725 \text{ тис. грн.}$$

Із формули для довгострокових операцій можемо знайти строк інвестування (період вкладу):

$$n = \frac{\frac{FV}{PV} - 1}{r} \quad (3.9.)$$

Приклад. Визначити період вкладу, за який початкова вартість інвестицій у розмірі 20 тис. грн. зросте до 24,5 тис. грн., якщо використовується проста схема нарахування відсотків, а річна ставка встановлена на рівні 15 %.

$$n = \frac{\frac{24,5}{0,15} - 1}{0,15} = 1,5 \text{ роки}$$

Дисконтування за схемою *складних відсотків* здійснюється за формулами:

❖ для операцій при нарахуванні відсотків один раз на рік:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n}, \quad (3.10.)$$

❖ для операцій, при нарахуванні відсотків m -раз на рік:

$$PV = \frac{FV}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \cdot m}}. \quad (3.11.)$$

Приклад. Визначити, яку суму необхідно покласти на депозит, щоб через 3 роки власник депозиту одержав 4 тис. грн., якщо ставка відсотку становить 12 % річних (за схемою складних відсотків, нарахування один раз на рік).

$$PV = 4000 \cdot 1 / (1 + 0,12)^3 = 2850 \text{ грн.}$$

Крім номінальної ставки дохідності r , у фінансових розрахунках використовується й **ефективна ставка (EAR)**, або дійсна ставка, яка визначає той відносний доход, який одержує власник капіталу за рік загалом. Іншими словами, це річна ставка дохідності, яку одержує інвестор при m -раз нарахувань за рік за ставкою відсотку r/m .

Таким чином, ефективна ставка складних відсотків визначається за формулою:

$$EAR = (1+r/m)^m - 1 \quad (3.12.)$$

Приклад. Є два варіанти нарахування відсотків на кошти, які розміщуються на депозит у банк. За варіантом А – нарахування здійснюється щомісячно за ставкою 24 % річних, а за варіантом В – щоквартально за ставкою 28 % річних. Визначити найпривабливішу схему інвестування коштів.

Варіант А: $EAR = (1 + 0,24/12)^{12} - 1 = 1,268 - 1 = 0,268$ (26,8 %)

Варіант В: $EAR = (1 + 0,28/4)^4 - 1 = 1,3108 - 1 = 0,3108$ (31,08 %)

Таким чином, варіант В є привабливішим, бо ефективна ставка відсотку більша.

Одним із головних елементів фінансового аналізу загалом та оцінки ефективності інвестування зокрема є оцінка грошового потоку (*cash flow*), бо, зазвичай, на практиці відбуваються не одноразові вкладення, а **потоки грошових коштів** ($CF_1, CF_2, CF_3, \dots, CF_n$), які виплачують або отримують інвестори. Елементи потоку CF_i можуть бути або незалежними, або пов'язаними між собою певними відносинами.

Прийнято виділяти грошові потоки, що відбуваються на початку кожного періоду – потік **пренумерандо** (авансовий), або в кінці кожного періоду – потік **постнумерандо**. Більш поширеними на практиці є потоки постнумерандо.

*Відповідно сума нарощених вартостей потоків
постнумерандо становить:*

$$FV = CF_1 \cdot (1+r)^{n-1} + CF_2 \cdot (1+r)^{n-2} + \dots + CF_n \cdot (1+r)^0 = \sum_{k=1}^n CF_k \cdot (1+r)^{n-k} \quad (3.13.)$$

Своєю чергою, суму поточних вартостей потоків постнумерандо можемо представити таким чином:

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} \quad (3.14.)$$

Приклад. Вирахувати поточну вартість таких грошових потоків (постнумерандо): 25 тис. грн., 35 тис. грн., 45 тис. грн., 55 тис. грн. Ставка дисконтування становить 12 %.

$$PV = \frac{25}{1,12^1} + \frac{35}{1,12^2} + \frac{45}{1,12^3} + \frac{55}{1,12^4} = 117,6 \text{ тис. грн.}$$

Відповідно сума нарощених вартостей потоків пренумерандо становить:

$$FV = CF_1 \cdot (1+r)^n + CF_2 \cdot (1+r)^{n-1} + \dots + CF_n \cdot (1+r)^1 = \sum_{k=1}^n CF_k \cdot (1+r)^{n-(k-1)} \quad (3.15.)$$

Відповідно сума поточних вартостей потоків пренумерандо становить:

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^0} + \frac{CF_2}{(1+r)^1} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^{n-1}} = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^{k-1}} \quad (3.16.)$$

Окремим випадком грошових потоків є **аннуїтет** (або **фінансова рента**) – це рівні грошові потоки, що здійснюються з однаковою періодичністю.

Узагальнюючими показниками ренти є *нарощена (майбутня) сума ренти* та *сучасна (поточна або приведена) рента*.

Нарощена сума ренти – це сума усіх членів потоку платежів з нарахуванням на них відсотків в кінці строку, тобто на дату останньої виплати. Цей показник показує, який розмір буде мати капітал, який вноситься через рівні проміжки часу протягом усього строку ренти з нарахованими відсотками.

Майбутня вартість звичайного аннуїтету (FVA_n) протягом періоду n визначається за формулою:

$$FVA_n = P \cdot \sum_{t=1}^n (1+r)^{n-t} \text{ або}$$

$$FVA_n = P \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r}, \quad (3.17.)$$

де P – періодичні надходження, рівні за розміром грошові потоки;

Показник, який характеризує майбутню вартість однієї грошової одиниці в кінці строку реалізації інвестиційного проекту називають *коефіцієнтом нарощування ренти* або *коефіцієнтом накопичення грошової одиниці за період* і визначається він за формулою:

$$FVIFA_{r,n} = \sum_{t=1}^n (1+r)^{n-t} = [(1+r)^n - 1] / r$$

Приклад. Приміщення здається в оренду на 5 років. Орендні платежі вносяться у розмірі 10 тис. грн. орендаром щорічно в кінці року в банк на рахунок власника компанії. Банк нараховує на ці суми 20 % річних. Визначити суму, яку одержить власник компанії в кінці строку оренди, за умови, що гроші з рахунку не знімалися.

$$FVA_5 = 10 \cdot [(1+0,2)^5 - 1] / 0,2 = 74,416 \text{ тис. грн.}$$

Сучасний розмір ренти (поточна вартість аннуїтету) – це сума всіх членів ренти, дисконтованих на момент приведення за вибраної дисконтної ставки, яка визначається за формулою:

$$PVA_n = P \cdot \sum_{t=1}^n (1+r)^{-t} \text{ або}$$

$$PVA_n = P \cdot [(1-(1+r)^{-n}) / r], \quad (3.19.)$$

де PVA_n – поточна вартість звичайного аннуїтету зі строком інвестування n періодів;

Приклад. Фірма планує створити протягом 3-х років фонд інвестування у розмірі 150 тис. грн. Фірма має можливість асигнувати на це щорічно 41,2 тис. грн., розміщуючи їх під 20 % річних. Яка сума потрібна фірмі для створення фонду у розмірі 150 тис. грн., якби вона помістила її одночасно у банк на 3 роки під 20 % річних?

$$PVA_3 = 41,2 \cdot [(1-(1+0,2)^{-3}) / 0,2] = 86,79 \text{ тис. грн.}$$

Дійсно, якщо б фірма поклала цю суму у банк на 3 роки під 20 % річних, то одержала б:

$$86,79 \cdot (1+0,2)^3 = 149,973 \text{ тис. грн. } (\approx 150 \text{ тис. грн.})$$

Водночас, нарощена сума при щорічних платежах у розмірі 41,2 тис. грн. під 20 % становитиме:

$$FVA_3 = 41,2 \cdot [(1+0,2)^3 - 1] / 0,2] = 149,968 \text{ тис. грн. } (\approx 150 \text{ тис. грн.})$$

Оцінка інвестицій в цінні папери

Оцінювання ефективності фінансових інструментів здійснюється зіставленням обсягу інвестиційних витрат і суми грошових доходів, основу яких становлять суми періодично виплачених за ними відсотків (на внески до статутних фондів; депозитні вклади; за облигаціями та іншими борговими

цінними паперами) та дивідендів (за акціями та іншими пайовими цінними паперами).

Вартість цінних паперів визначається залежно від порядку отримання доходів і залежить від трьох факторів: грошового потоку за цінними паперами; темпів приросту грошових потоків; ризику або непевності грошового потоку.

З них найбільш невизначеним чинником є оцінка ризику, особливо за умов нестабільності економіки. Саме тому, під час оцінювання вартості цінних паперів, дисконтна процентна ставка має враховувати рівень ризику.

Для визначення ринкової (поточної) ціни акцій та облигацій слід привести майбутні грошові потоки до теперішньої вартості, дисконтувавши їх за відповідною ставкою, яка враховує всі аспекти ринку. Таким чином, ціною акції чи облигації є теперішня вартість її майбутніх грошових потоків. Щоб обчислити грошові потоки, слід взяти останні показники, що характеризують розмір грошових потоків, і скоригувати їх щодо реальних темпів приросту.

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

Далі детально зупинимося на оцінці окремих фінансових інструментів.

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:

$$P_o = D / K_s \quad (3.20)$$

де D – річний дивіденд;

K_s – ставка дохідності акції.

Приклад. Компанія сплачує річний дивіденд 3 грн на акцію. Необхідна ставка дохідності за акціями становить 12 %. Визначити ціну акції.

$$P_o = 3 / 0,12 = 25 \text{ грн.}$$

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

$$P_o = D_1 / (K_s - g), \quad (3.21)$$

де D_1 – сподівані дивіденди на акцію через рік $D_1 = D_o (1 + g)$;

g – темп приросту дивідендів.

Приклад. Останній раз компанія сплатила на кожну акцію дивіденд у розмірі 1,8 грн. Компанія сподівається, що її дивіденди будуть щорічно зростати на 6 %. Визначити ціну акції, якщо необхідна ставка дохідності за акціями становить 11 %.

$$P_o = 1,8 \times (1 + 0,06) / (0,11 - 0,06) = 38 \text{ грн.}$$

3) Оцінка акцій з непостійним приростом дивідендів:

$$P_o = \sum \frac{D_n}{(1 + K_s)^n} \quad (3.22)$$

де D_n – сподіваний щорічний дивіденд на акцію.

Приклад. Інвестор купив акцію з прогнозом дивідендів 1-й рік 100 грн та у наступні роки – на 20 грн більше. Норма поточної дохідності – 15 % на рік. Акцію купив на 5 років. Визначити ринкову ціну акції.

$$P_o = 100 / 1,15 + 120 / 1,15^2 + 140 / 1,15^3 + 160 / 1,15^4 + 180 / 1,15^5 = 451 \text{ грн.}$$

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:

$$d_c = \frac{D}{N} \cdot 100\% \quad (3.23)$$

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_T), визначається за формулою:

$$d_T = \frac{D}{P} 100\%, \quad (3.24)$$

де P – ціна придбання акції, грн.

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

$$d_p = \frac{D}{P_o} 100\%, \quad (3.25)$$

де P_o – поточна ринкова ціна акції, грн.

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

$$d_k = \frac{\bar{D} \pm \frac{\Delta P}{n}}{P} 100\%, \quad (3.26)$$

де \bar{D} – розмір дивідендів, випланих 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:

$$d_c = \frac{\sum_{i=1}^n D_i + \Delta P}{P} 100\%, \quad (3.27)$$

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

Кінцева та сукупна дохідності 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 отримуватиме дохід від приросту курсової вартості акцій. Таким чином, дохідність (річна) буде визначатися за такою формулою:

$$d = \frac{P_i - P_o}{P_o} \cdot \frac{365}{t} \cdot 100\%, \quad (3.28)$$

де P_o – ціна покупки акції, в процентах до номіналу, або грн.;

P_i – ціна продажу акції, в процентах до номіналу, або грн.;

t – кількість днів з дня покупки до продажу акцій.

Крім зазначених вище показників, при оцінці інвестицій у акції використовують й інші показники, у тому числі:

- 1) *дохід на акцію* = Чистий прибуток – Дивіденди за привілейованими акціями / Загальну кількість звичайних акцій;
- 2) *цінність акцій* = Ринкова ціна акції / Дохід на акцію;
- 3) *рентабельність акцій* = Дивіденди на одну акцію / Ринкова ціна акції;
- 4) *дивідендний дохід* = Дивіденди на одну акцію / Дохід на акцію;
- 5) *коефіцієнт котирування акції* = Ринкова ціна акції / Облікова ціна акції.

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.

Номінальна 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 (номінальну) вартість.

Норма доходності – 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 облігації (PV) визначається за формулою:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{D_0}{(1+r)^t} + \frac{N_0}{(1+r)^n} \quad (3.29)$$

де D_0 – сума відсотків за облігацією за кожен рік;

N_0 – номінальна вартість облігації;

r – середня ставка доходності на ринку або дисконтна ставка;

n – кількість періодів, які залишилися до погашення облігації.

Приклад. Визначити ринкову ціну облігації, яку випущено на 5 років з номінальною вартістю 1000 грн, купонною ставкою 10 % річних, сплатою відсотків щорічно, при ставці дисконту 12 %.

$$PV = \sum_{t=1}^5 \frac{100}{(1+0,12)^t} + \frac{1000}{(1+0,12)^5} = 927 \text{ грн.}$$

У випадку, коли вся сума відсотків виплачується при погашенні облігації, формула 3.27 матиме такий вигляд:

$$PV = \frac{N_0 + \sum D_k}{(1+r)^n}, \quad (3.30)$$

де $\sum D_k$ – сума відсотків за облігаціями, яка буде нарахована при її погашенні за відповідної ставки.

Приклад. Облігація підприємства номіналом 100 грн. реалізується на ринку за ціною 85 грн. Погашення облігації і виплату відсотків передбачено через 3 роки. Ставка відсотку (купон) складає 20 % річних, норма поточної дохідності за облігаціями такого типу складає 12 %. Необхідно визначити поточну вартість облігації.

$$PV = \frac{100 + 100 \cdot 0,2 \cdot 4}{(1 + 0,12)^4} = \frac{180}{1,76} = 102,27 \text{ грн.}$$

Ринкова вартість *безвідсоткової облігації* визначається за формулою:

$$PV = \frac{N_0}{(1 + r)^n} \quad (3.31)$$

Найбільш важливим моментом у розрахунку вартості облігації є визначення ставки дисконтування. Вона повинна відповідати рівню ризику інвестицій. Зазвичай, за базу використовують котирування у брокерських контор за облігаціями з подібними характеристиками. Її також можна спробувати визначити кумулятивним методом:

$$r = r_f + I + i + r_e, \quad (3.32)$$

де r – ставка дисконтування;

r_f – безризикова ставка (найчастіше дохідність за державними цінними паперами відповідних строків погашення);

I – премія за ліквідність;

i – темп інфляції;

r_e – реальна ставка відсотку.

Наприклад, $r_f = 16\%$, $r_e = 7\%$, $I = 4\%$, $i = 9\%$, тоді $r = 16 + 7 + 4 + 9 = 36\%$.

Безризикова ставка (r_f) може враховувати інфляцію. Однак якщо інвестор очікує, що інфляція буде розвиватися більш високими темпами, він також врахує це у ставці дисконтування. Купуючи папір, інвестор стикається з ризиком ліквідності, який пов'язаний із тим, наскільки швидко і за якою ціною можна продати папір. Тому цей розмір повинен знайти відображення у ставці дисконтування.

Для оцінки облігацій інвесторами можуть використовуватися такі види дохідності:

1. *Купонна дохідність* (d_k):

$$d_k = \frac{D}{N} \cdot 100\%, \quad (3.33)$$

де D – річний купонний дохід, грн.;

N – номінальна вартість облігації, грн.

2. *Поточна дохідність* (d_p):

$$d_p = \frac{D}{PV_0} \cdot 100\%, \quad (3.34)$$

де PV_o – ціна, за якою була придбана облігація інвестором, грн.

3. Кінцева дохідність (d_k):

$$d_n = \frac{(D \pm \Delta PV) / n}{PV_o} \cdot 100 \% , \quad (3.35)$$

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

n – кількість років обігу облігації.

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

$$d = \frac{PV_i - PV_o}{PV_o} \cdot \frac{365}{t} , \quad (3.36)$$

де PV_o – 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_o):

$$R_o = \frac{1}{\left(\frac{PV_o}{N}\right)^{\frac{1}{n}}} - 1 \quad (3.37)$$

Приклад. Облігація номіналом 100 грн реалізується за ціною 67,5 грн, погашення передбачається через 3 роки. Визначити норму очікуваної дохідності облігації.

$$R_o = \frac{1}{\left(\frac{67,5}{100}\right)^{\frac{1}{3}}} - 1 = 1/0,877 - 1 = 0,14 \quad (14 \%)$$

Між курсовою вартістю та дохідністю до погашення облігації існують певні залежності.

- ➔ Ціна облігації та дохідність до погашення перебувають у зворотній залежності. При підвищенні дохідності ціна облігації падає, при зниженні – зростає.
- ➔ Якщо дохідність до погашення нижче купонного відсотку, то облігація продається з премією.
- ➔ Якщо дохідність до погашення вище купонного відсотку, облігація продається зі знижкою.
- ➔ Якщо дохідність до погашення дорівнює купонному відсотку, ціна облігації дорівнює номіналу.
- ➔ За зниження дохідності до погашення на 1 % ціна облігації зростає більше, ніж під час її падіння за збільшення дохідності до погашення на 1 %.

Для оцінки ефективності фінансових операцій із вексями використовують такі розрахунки:

1. Сума процентів – дохід (I_B) нараховується на основі річної процентної ставки та періоду обігу векся за такою формулою:

$$I_B = \frac{i_B \cdot t \cdot P_H}{365}, \quad (3.38)$$

де I_B – вексельний дохід, грн.;

i_B – річний відсоток по векселю, коефіцієнт;

t – кількість днів обігу векся;

P_H – номінал векся, грн.

2. Дисконтний дохід (I_d) – різниця між номіналом векся та дисконтною ціною (ціною придбання векся) визначається за такою формулою:

$$I_d = P_H - P_{np}, \quad (3.39)$$

де P_{np} – ціна придбання векся.

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

$$I_d = I_B / P_{np}, \quad (3.40)$$

4. Дохідність векся за рік:

$$I_{d/рік} = (I_B \cdot 365) / (t \cdot P_{np}), \quad (3.41)$$

де t – кількість днів обігу векся.

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

$$I_{нок} = (i_r \cdot P_H \cdot t_i) \cdot 365, \quad (3.42)$$

де $I_{нок}$ – дохід покупця, грн.;

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

P_H – номінальна ціна векся, грн. ;

t_i – кількість днів до погашення векся.

З одного боку, дохід покупця не повинен бути менше тієї суми, що він отримав би при ринковій ставці за борговими зобов'язаннями такої строковості, яка залишилася до погашення векся. З іншого – його реальний прибуток визначається як різниця ціни погашення (номіналу) та ціни купівлі (P_r):

$$P_r = P_H - (i_r \cdot P_H \cdot t_i) \cdot 365 \quad (3.43)$$

Дохід продавця – першого векселедержателя – визначається як різниця між ринковою ціною векся та ціною його розміщення за формулою:

$$I_{np} = P_r - P_{np} \quad (3.44)$$

Дохід покупця – другого векселедержателя – визначається як різниця між номінальною ціною векся та його ринковою ціною за формулою:

$$I_{нок} = P_H - P_r \quad (3.45)$$

Загальний дохід за векселем (I_w) визначається як сума доходу продавця (I_{np}) та покупця ($I_{нок}$).

6. У банківській практиці при врахуванні простих векселів використовуються такі розрахунки: сума, яку банк віднімає з вексельної суми як премію за дострокове погашення кредиту, має назву *дисконту* (D). Розмір дисконту визначається як різниця вексельної суми та її приведеного розміру на момент врахування векселя комерційним. Приведений розмір вартості векселя залежить від строку, який залишився до дати погашення боргового зобов'язання, та визначається шляхом комерційного обліку на основі облікової ставки, визначеної самим банком. При визначенні приведеного розміру вексельної суми використовується така формула:

$$P = S \left(1 - \frac{r \cdot t}{365} \right), \quad (3.46)$$

де P – приведений розмір вексельної суми на момент врахування банком, грн.;

S – вексельна сума, грн.;

r – облікова ставка банку, коефіцієнт;

t – кількість днів від дати врахування до дати погашення векселя.

Дисконт на користь банку визначатиметься таким чином:

$$D = S - P \text{ або } D = \frac{S \cdot r \cdot t}{365} \quad (3.47)$$

Аналогічні розрахунки проводяться з переказним векселем.

3.6. ПОРЯДОК 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 доходності; низька інфляційна захищеність; обмежені можливості вибору окремих фінансових інструментів.

У зв'язку з цим, формування портфеля цінних паперів для більшості не інституціональних інвесторів є доцільним лише в тому випадку, якщо немає достатньо ефективних проектів реального інвестування або інвестиційний клімат не сприяє їх ефективній реалізації. Що стосується інституціональних інвесторів, зокрема, інститутів спільного інвестування та банків, то для них формування ефективного та збалансованого портфеля має велике значення.

Процес формування портфеля цінних паперів здійснюється після того, як конкретизована мета формування інвестиційної стратегії, визначені пріоритети формування інвестиційного портфеля та оптимізовані пропорції інвестиційних ресурсів у розрізі окремих видів портфелів.

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 проводитися 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.

Література для вивчення теми

1. Про Загальні засади функціонування національного депозитарію України. Указ Президента України № 703/99 від 22 червня 1999 року.
2. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30.10.96 №448/96-ВР.
3. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року, № 3480-IV.
4. Закон України "Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10 грудня 1997 року, №710/97 – ВР .
5. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15 березня 2001 року, № 2299-III.
6. Закон України "Про заставу" від 02.10.92р. № 2654 – XII.
7. Закон України "Про іпотеку" від 05.06.2003 р., № 898.
8. Закон України "Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим боргом та іпотечні сертифікати" від 19 червня 2003 року, № 979.
9. Закон України "Про іпотечні облигації" від 22 грудня 2005 року, № 3273-IV.
10. Закон України "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" від 19 червня 2003 року № 978.
11. Постанова Кабінету міністрів України "Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів" від 19.04.1999 року № 632.
12. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти». від 30 листопада 2001 року № 559.
13. Постанова Правління НБУ Положення про операції банків з векселями. № 258 від 28 травня 1999 року.
14. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Про затвердження Методики розрахунку інтегрального індексу фондового ринку. від 20.12.2000. № 237
15. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. Щодо затвердження Основних засад розвитку саморегулювання на фондовому ринку України. від 22 листопада 2001 року. № 350
16. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. Про затвердження Положення про порядок випуску облигацій підприємства. від 17 липня 2003 року, № 322.
17. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж. від 19.12.2006, № 1542.
18. Кодекс професійної відповідальності членів асоціації Позабіржової фондової торговельної системи. Затверджено загальними зборами Асоціації ПФТС 25 квітня 1997 р, Українська Інвестиційна Газета № 8 від 29 лютого 2000 року Нормативна база С. 30–31.

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Визначте характерні ознаки фінансових інвестицій.
2. Визначте характерні ознаки цінних паперів.
3. Визначте основні види та форми цінних паперів.
4. Охарактеризуйте види та особливості обігу боргових цінних паперів.
5. Охарактеризуйте види та особливості обігу похідних цінних паперів (деривативів).
6. Охарактеризуйте види та особливості обігу акцій.
7. Назвіть фактори, що визначають інвестиційні якості акцій.
8. Назвіть фактори, що визначають інвестиційні якості облігацій.
9. Що поєднує в себе оцінка ефективності фінансових інвестицій.
10. Охарактеризуйте особливості іпотечних цінних паперів.
11. Назвіть фактори, що впливають на ціну фінансових інструментів.
12. Охарактеризуйте стан ринку цінних паперів в Україні.
13. Охарактеризуйте структуру ринку цінних паперів.
14. Визначте основні функції ринку цінних паперів в Україні.
15. Визначте основні завдання ринку цінних паперів в Україні.
16. Визначте особливості функціонування первинного та вторинного ринку цінних паперів.
17. Назвіть основних учасників ринку цінних паперів в Україні.
18. Назвіть основні функції торговців цінними паперами в Україні.
19. Визначте роль та функції Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.
20. Визначте роль та функції фондових бірж в Україні.
21. Охарактеризуйте основні операції, що проводяться на фондових біржах.
22. Визначте роль та функції саморегулюючих органів на ринку цінних паперів в Україні.
23. Охарактеризуйте основні методи державного регулювання ринку цінних паперів в Україні.
24. Визначте перспективи та напрями розвитку ринку цінних паперів в Україні.
25. Використовуючи статистичні дані фінансових видань України та зарубіжних країн, визначити показник інтегрального індексу фондового ринку на певну дату.
26. Визначте особливості портфеля цінних паперів.
27. Назвіть основні етапи формування портфеля цінних паперів.
28. Визначте складові стратегії управління портфелем цінних паперів.
29. Назвіть основні фактори, які мають бути враховані при формуванні портфеля цінних паперів.

ТЕМА 4. РЕАЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ

4.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Економічні ресурси, які направляються на збільшення реального капіталу суспільства (розширення або модернізацію виробничого процесу) називають *реальними інвестиціями*.

Реальні інвестиції – це вкладання коштів в реальний (основний та оборотний) капітал, спрямоване на приріст виробничих фондів та матеріально-технічних запасів.

В економічній літературі прийнято розрізняти «чисті реальні інвестиції», які направляються на збільшення основного капіталу та утворення нових основних та частини оборотних фондів як виробничого, так і не виробничого призначення, та «валові реальні інвестиції», які відрізняються від «чистих» на розмір одноразових витрат, які забезпечують просте відтворення. Крім того, реальні інвестиції в формі капітальних вкладень містять такі елементи «валових» інвестицій, як витрати на накопичення та реновацію основних фондів і накопичення оборотних фондів в частині приросту незавершеного будівництва. Отже, поняття «валових інвестицій» за складом ширше капітальних вкладень, які не містять витрат на утворення невстановленого обладнання та капітальний ремонт діючих основних фондів.

Реальні інвестиції можуть мати вигляд *нетто-інвестицій*, або початкових інвестицій, які здійснюються на основі проекту або при купівлі підприємства (фірми), та *реінвестицій* (знову вивільнені інвестиційні ресурси, які використовуються на придбання нових засобів виробництва). Нетто-інвестиції разом із реінвестиціями утворюють *брутто-інвестиції*.

Поділяють реальні інвестиції і на: *інвестиції у «зовнішні умови»* – найбільш вигідне вкладання вільних коштів в сторонні виробничі та інші структури; та *інвестиції у власну діяльність* – вкладання капіталу у підвищення конкурентного статусу підприємства як за рахунок внутрішніх, так і за рахунок зовнішніх джерел фінансування. Оскільки останній тип визначається як зовнішніми, так і внутрішніми факторами, то інвестиційна діяльність підприємства повинна бути направлена з одного боку, на посилення позитивного впливу зовнішніх умов на діяльність підприємств, з іншого – на вдосконалення виробничого потенціалу власного підприємства. Інвестиції у «зовнішні умови» здійснюються, зазвичай, у вигляді участі на паю підприємства в спільних проєктах.

Інвестиції внутрішнього характеру мають за мету розвиток стратегічного потенціалу за рахунок приросту тих чи інших ресурсів (технічних, технологічних, інтелектуальних тощо) та утворення необхідних товарно-матеріальних запасів.

Значну частину реальних інвестицій становлять *капітальні інвестиції*, під якими, відповідно до Закону України «Про оподаткування прибутку

підприємств», слід розуміти господарську операцію, яка передбачає придбання будинків, споруд, інших об'єктів нерухомої власності, основних фондів та нематеріальних активів, які підлягають амортизації [2].

Своєю чергою, за Національним стандартом № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», *капітальні інвестиції* – це 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 [9].

Отже, до капітальних належать інвестиції, що містять капітальні вкладення; витрати, пов'язані з поліпшенням об'єкта (капітальний ремонт); придбання нематеріальних активів; витрати на формування основного стада та капітальні інвестиції на придбання будівель, споруд, їх окремих частин (в т. ч. квартир) та об'єктів незавершеного будівництва, див. табл. 4.1.

Інвестиції в основний капітал *за видами основних засобів* поділяють на інвестиції у:

- ✓ житлові будівлі;
- ✓ будівлі (крім житлових) і споруди;
- ✓ машини, обладнання, інструмент, інвентар, у тому числі: електричне та електронне устаткування;
- ✓ транспортні засоби тощо.

Таблиця 4.1.

Структура капітальних інвестицій

| |
|---|
| Капітальні інвестиції у тому числі: |
| 1) інвестиції в основний капітал (капітальні вкладення) з них у: |
| ❖ капітальне будівництво, у тому числі витрати на здійснення будівельних та монтажних робіт |
| ❖ придбання машин та обладнання (без здійснення будівництва) |
| ❖ придбання машин та обладнання, які були в користуванні в інших організаціях |
| ❖ здійснення робіт із монтажу обладнання |
| ❖ інші необоротні матеріальні активи, у тому числі на придбання земельних ділянок |

| |
|---|
| <p>2) витрати, пов'язані з поліпшенням об'єкта (капітальний ремонт) з них:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ будівель і споруд ❖ обладнання |
| <p>3) інвестиції в нематеріальні активи з них:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ витрати на придбання (створення) засобів програмного забезпечення ❖ витрати, пов'язані з придбанням інших нематеріальних активів |
| <p>4) витрати на формування основного стада</p> |
| <p>5) капітальні інвестиції на придбання будівель, споруд, їх окремих частин (в т. ч. квартир) та об'єктів незавершеного будівництва</p> |

Основою капітальних інвестицій є **капітальні вкладення** – це витрати на будівництво нових, розширення, реконструкцію та технічне переобладнання наявних основних фондів виробничого та невиробничого призначення.

Витрати на капітальний ремонт будівель, споруд та інших видів основних фондів до капітальних вкладень не зараховують, отже ці витрати до інвестиційних віднести не можна. До капітальних вкладень належать лише капітальні видатки у частині капітального будівництва та реконструкції чи реставрації.

Капітальні вкладення поділяють на:

- ❖ *державні капітальні вкладення* – інвестиції, спрямовані на створення і відновлення основних фондів, джерелом фінансування яких є кошти державного бюджету, державних підприємств та організацій, а також місцевих бюджетів;
- ❖ *недержавні капітальні вкладення* – інвестиції, що фінансуються за рахунок коштів інвесторів із недержавними формами власності, а саме:
 - ✓ власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійного лиха, грошові нагромадження та заощадження громадян, юридичних осіб тощо);
 - ✓ позичкових фінансових коштів інвестора;
 - ✓ залучених фінансових коштів інвестора (кошти, одержані від продажу акцій, облігацій, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);
 - ✓ безоплатних та благодійних внесків, пожертвувань організацій, підприємств і громадян;

✓ коштів іноземних інвесторів (іноземні інвестиції, як прями, так і портфельні, капітальні трансферти, кредити).

- ❖ *капітальні трансферти* – 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.

Загальна сума усіх згаданих вище реальних інвестицій має вигляд *сукупних реальних інвестицій*, об'єктами яких є:

- * *об'єкти виробничого призначення* – об'єкти, які після завершення будівництва будуть функціонувати у сфері матеріального виробництва: промисловості, с/г, водному та лісовому господарствах, на транспорті та у зв'язку, у будівництві та громадському харчуванні, матеріально-технічному забезпеченні та у збуті;
- * *об'єкти невиробничого призначення* об'єкти житлового та комунального господарства, заклади охорони здоров'я, фізкультури, соціального забезпечення, освіти, культури, мистецтва, а також науково-дослідні та інші організації, пов'язані з розвитком науки;
- * *будови* – це сукупність будівель та споруд (об'єктів), будівництво, розширення яких здійснюється, зазвичай, за єдиною проектно-кошторисною документацією зі зведеним кошторисним розрахунком вартості будівництва, на які у встановленому порядку затверджується титул будови;
- * *черги будівництва* – частини будови, визначені проектом (робочим проектом), що забезпечують випуск продукції або надають послуги, можуть складатися з одного або декількох пускових комплексів;
- * *пускові комплекси* – сукупність об'єктів основного, підсобного та обслуговуючого призначення, енергетичного, транспортного і складського господарства, зв'язку, інженерних комунікацій, охорони навколишнього середовища, благоустрій, що забезпечують випуск продукції або надання послуг, передбачених проектом для певного пускового комплексу;
- * *об'єкти будівництва* – окремі будівлі або споруди, на будівництво, реконструкцію або розширення яких повинен бути складений окремий кошторис і проект;
- * *нове будівництво* – будівництво комплексу об'єктів основного, підсобного та обслуговуючого призначення новостворюваних підприємств, будівель, споруд, а також філій і окремих виробництв, які після введення в експлуатацію будуть перебувати на самостійному балансі, яке здійснюється на нових майданчиках з метою створення нової виробничої потужності;
- * *розширення діючих підприємств* – будівництво додаткових виробництв на діючому підприємстві (споруді), а також будівництво нових та розширення існуючих окремих цехів та об'єктів основного, підсобного й

обслуговуючого призначення на території діючих підприємств або на площах, що до них прилягають, з метою створення додаткових або нових виробничих потужностей, які після введення в експлуатацію не будуть перебувати на окремому балансі;

- * *реконструкція діючих підприємств* – переобладнання діючих цехів та об'єктів основного, підсобного призначення, зазвичай, без розширення існуючих будівель і споруд основного призначення, пов'язане з удосконаленням виробництва та підвищенням його техніко-економічного рівня на основі досягнень НТП та здійснюване загалом з метою збільшення виробничих потужностей, поліпшення якості та для зміни номенклатури продукції, насамперед, без збільшення численності працівників при одночасному поліпшенні умов їх праці та охорони навколишнього середовища;
- * *технічне переозброєння діючих підприємств* – це комплекс заходів щодо підвищення техніко-економічного рівня окремих виробництв, цехів та дільниць на основі впровадження передової техніки та технології, механізації й автоматизації виробництва, модернізації та заміни застарілого і фізично зношеного устаткування новим, більш продуктивним, а також щодо удосконалення загальнозаводського господарства та допоміжних служб.

Усі об'єкти інвесторами відбираються на конкурсній основі. Зокрема, інвестор вкладатиме кошти у будівництво нового підприємства лише за умови, якщо об'єкт:

- ⇒ відповідає вимогам науково-технічного прогресу, що підтверджується висновком відповідних органів експертизи;
- ⇒ має позитивний висновок державної екологічної експертизи;
- ⇒ забезпечує:
 - а) ефективність використання вкладених коштів;
 - б) окупність капітальних вкладень в межах п'яти років;
 - в) дотримання нормативних термінів будівництва;
 - г) сприяння рішенню економічних і соціальних проблем;
 - д) розширення експортних можливостей.

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

- ❖ прискорення науково-технічного прогресу;
- ❖ розвиток наукомістких галузей;
- ❖ випуск нової високоефективної продукції;
- ❖ суттєве підвищення якості продукції;
- ❖ підвищення продуктивності праці і скорочення чисельності працюючих;
- ❖ розширення виробництва товарів і платних послуг населенню.

- При цьому в обов'язковому порядку мають дотримуватися такі вимоги:
- тривалість здійснення витрат не повинна перевищувати нормативну, а за відсутності норм не повинна перевищувати 2 років;
 - продукція, що передбачена до випуску в результаті здійснення заходів, які інвестуються, повинна відповідати світовому рівню або перевершувати його, бути конкурентноздатною на світовому ринку і відповідати всім вимогам для реалізації за вільноконвертовану валюту.

4.2. КРУГООБІГ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Розглянувши економічний зміст реальних інвестицій, його кругообіг можна подати у такому вигляді:

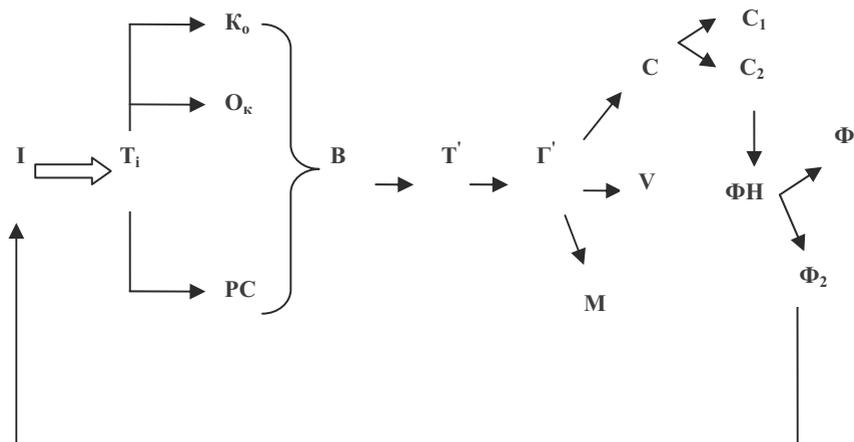


Рис. 4.1. Кругообіг реальних інвестицій

де: I – інвестиції в грошовій, фінансовій, матеріальній формах, а також у формі майнових прав та інтелектуальних цінностей;

T_i – товари, в які авансовані інвестиції;

K_0 – основний капітал;

O_k – оборотний капітал;

PC – робоча сила;

V – виробнича фаза обороту інвестицій;

T' – товарна фаза обороту інвестицій;

Γ' – грошова фаза обороту інвестицій (ціна реалізації інвестиційного капіталу);

M – чистий дохід у вигляді прибутку;

V – фонд оплати праці, у т. ч. відрахування на соціальне страхування;

C – фонд відшкодування;

C_1 – фонд відшкодування матеріальних витрат, які входять до витрат виробництва;

C_2 – амортизаційний фонд;

ΦH – фонд накопичення;

ΦH_1 – фонд накопичення, який направляється на відшкодування витраченого капіталу;

ΦH_2 – фонд накопичення, який використовується для нових інвестицій.

Наведена схема може відображати рух коштів за будь-якої форми підприємницької діяльності. За необхідності, залежно від специфіки підприємства, зі схеми можуть бути вилучені виробнича та товарна стадії руху коштів.

Економічний сенс наведеного ланцюжка полягає в тому, що інвестиції в різноманітній формі (грошовій, фінансовій, товарній тощо) вкладаються в інвестиційні товари з метою створення матеріальних умов підприємницької діяльності, іншими словами, інвестиційний капітал, залежно від форми його існування, вкладається (перетворюється) у конкретні інвестиційні товари (основний капітал K_0 , обіговий капітал O_k , робочу силу PC), що в сукупності мають вигляд фізичного капіталу. Отже, відбувається матеріалізація інвестицій, що має вигляд приросту вартості капітального майна інвестора (рухомого та нерухомого), а також науково-технічного потенціалу.

Оскільки отримані доходи є метою інвестування, то обіг реальних інвестицій обов'язково містить період експлуатації придбаних капітальних вартостей (стадія ... $B \dots T' - \Gamma'$) до моменту накопичення фінансових ресурсів (частини амортизаційних відрахувань, прибутку), що відшкодовують вкладений у виробництво капітал. На практиці – чим вища норма дохідності (рентабельності) капітального майна, тим менший термін окупності, тобто період обігу інвестицій.

Аналізуючи схему кругообігу інвестицій, видно, що може виникнути ситуація, коли інвестор не може задовольнити свого попиту на інвестиційному ринку. У такому разі він змушений створювати необхідні йому елементи фізичного капіталу або самостійно або доручаючи це іншим учасникам інвестиційного процесу. Наприклад, якщо інвесторові потрібен новий вид обладнання (активна частина основного капіталу) або новий різновид матеріалів (оборотний капітал), він може, попередньо вклавши кошти в науково-технічні розробки, самостійно налагодити виробництво такого обладнання (матеріалів). У цьому випадку схема кругообігу реальних інвестицій ускладнюється, оскільки процес їх матеріалізації, поряд із придбанням елементів фізичного капіталу на інвестиційному ринку, охопить і процес виробництва (B_{π}) цих елементів (див. рис. 4.2.):

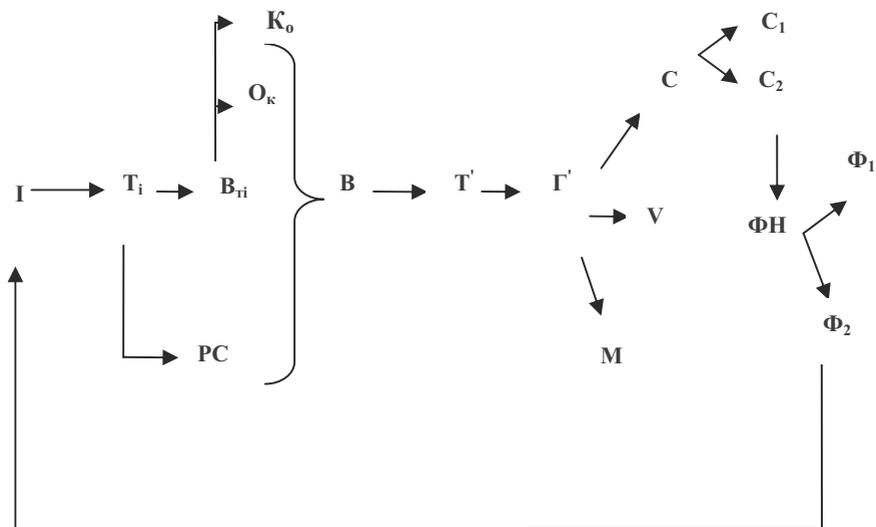


Рис. 4.2. Кругообіг реальних інвестицій з урахуванням виробництва інвестиційних товарів

Існують також особливості кругообігу реальних інвестицій на випадок, коли інвесторів для організації підприємницької діяльності необхідно створити елементи пасивної частини основного капіталу (нерухомого капітального майна) – будівлі, споруди. Ця обставина зумовлює закономірне залучення до інвестиційного процесу сфери капітального будівництва. Тут також є дві модифікації руху коштів залежно від ролі інвестора у процесі будівництва: інвестор може або самостійно зводити необхідні йому будівлі (споруди), або виступати в ролі замовника будівельної продукції. У першому випадку кругообіг засобів у сфері капітального будівництва безпосередньо входить до формули кругообігу реальних інвестицій (рис. 4.3). У другому – стосунки інвестора (замовника) з іншими учасниками будівництва регламентуються договором підряду. Специфіка фінансових взаємовідносин замовника з іншими учасниками інвестиційного процесу полягають в авансуванні витрат останніх (підрядників) з різним терміном, які визначені в договорі підряду, або в придбанні готової продукції «під ключ». Отже, виконання інвестором функцій замовника з попереднім авансуванням виробничих витрат підрядника визначає специфіку кругообігу реальних інвестицій в сфері капітального будівництва. Цей процес представимо таким чином (див. рис. 4.3.).

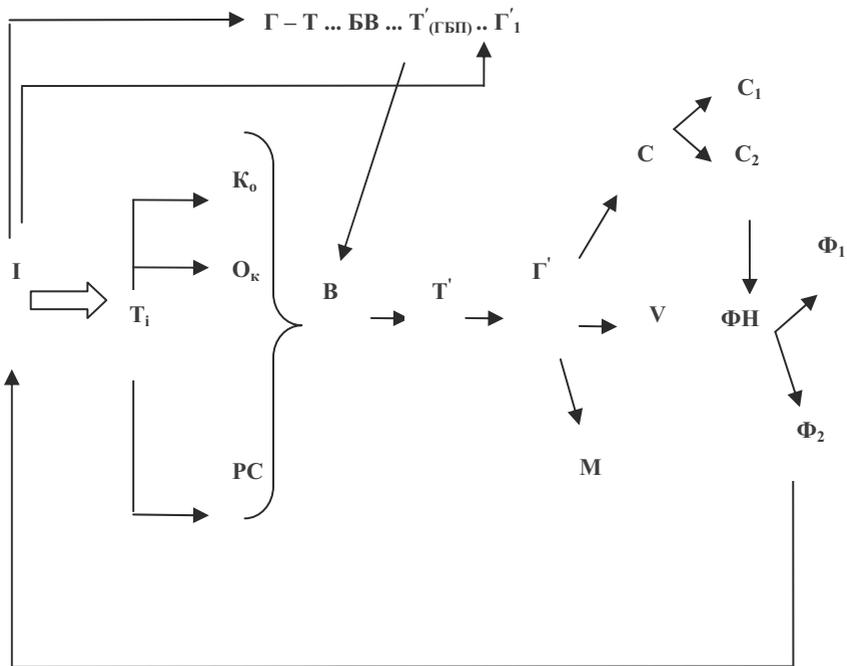


Рис. 4.3. Кругообіг реальних інвестицій у сфері капітального будівництва

Де: Γ – грошові кошти, одержані підрядником у вигляді авансу від замовника за рахунок його інвестицій (I);

T – кошти, вкладені підрядником у власний основний та обіговий капітал (будівельні матеріали, конструкції, деталі, машини та механізми);

$БВ$ – процес будівельного виробництва;

$T'_{(гбп)}$ – готова будівельна продукція;

Γ'_1 – грошові кошти, одержані підрядником від замовника в розрахунок за готову будівельну продукцію (будівлі, споруди та інше нерухоме майно).

Розглянувши кругообіг реальних інвестицій, зробимо висновок, що процес інвестування в реальному виробництві є ланцюжком метаморфоз (перетворень): *цінності (інвестиційні ресурси) – вкладення (інвестиційні витрати) – одержання доходу (ефекту) внаслідок інвестування.*

Перше перетворення – це перетворення ресурсів у капітальні вкладення (витрати), тобто здійснюється процес трансформації інвестицій у конкретні об'єкти інвестиційної діяльності.

Друге перетворення – це перетворення вкладених коштів у приріст капітальної вартості, що характеризує кінцеве перетворення та одержання нової споживчої вартості у вигляді товарів чи надання послуг.

Третє перетворення – це приріст капітальних вартостей у формі доходу або соціального ефекту, тобто реалізується кінцева мета інвестиційної діяльності.

Початковий та кінцевий ланцюжок замикаються, створюючи новий взаємозв'язок: *прибуток – інвестиційні ресурси*. Тобто, процес реального інвестування повторюється.

4.3. ЕФЕКТИВНІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ ОБ'ЄКТІВ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ (ОСНОВНИХ ФОНДІВ ТА ОБОРОТНИХ КОШТІВ)

Основним об'єктом реального інвестування є *основні засоби* або матеріальні активи, які підприємство утримує з метою використання їх у процесі виробництва або постачання товарів, надання послуг, здавання в оренду іншим особам або для здійснення адміністративних і соціально-культурних функцій, очікуваний строк корисного використання (експлуатації) яких більше одного року (або операційного циклу, якщо він довший за рік), див. рис. 4.4.

Об'єкт основних засобів – це:

- ❖ закінчений пристрій з усіма пристосуваннями і приладдям до нього;
- ❖ конструктивно відокремлений предмет, призначений для виконання певних самостійних функцій;
- ❖ відокремлений комплекс конструктивно з'єднаних предметів однакового або різного призначення, що мають для їх обслуговування загальні пристосування, приладдя керування та єдиний фундамент, унаслідок чого кожен предмет може виконувати свої функції, а комплекс – певну роботу тільки в складі комплексу, а не самостійно;
- ❖ інший актив, що відповідає визначенню основних засобів, або частина такого активу, що контролюється підприємством.

За функціональним призначенням основні засоби на підприємстві прийнято розрізняти на *активну частину* – технологічне устаткування, машини, механізми тощо, комп'ютерну та обчислювальну техніку, та *пасивну частину* – будівлі, тимчасові не титульні споруди, земельні ділянки, та ін.

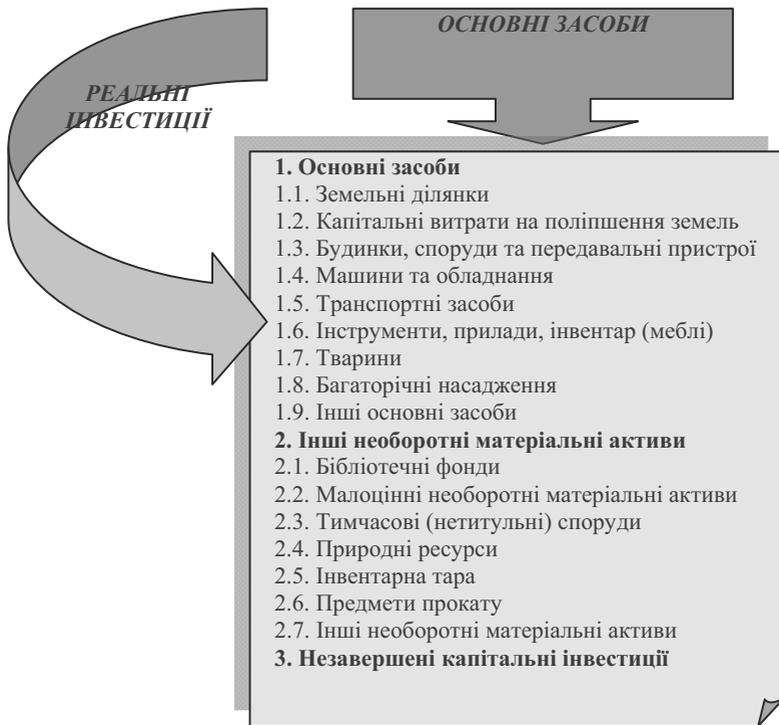


Рис. 4.4. Основні засоби, створені за рахунок реальних інвестицій

Співвідношення окремих груп основних засобів становить їх структуру. Поліпшення структури основних засобів, передусім підвищення питомої ваги активної їх частини, сприяє зростанню ефективності виробництва, зниження його собівартості та збільшення прибутку.

Основними факторами, які впливають на структуру основних засобів будь-якого підприємства є рівень автоматизації та механізації, спеціалізації та кооперування тощо. Кожний фактор по-різному впливає на структуру основних засобів. Поліпшити структуру основних засобів можна за рахунок: оновлення та модернізації діючого обладнання; встановлення нового (інноваційного) обладнання; ефективнішого використання виробничих приміщень; встановленням додаткового устаткування на вільній площі; ліквідації зайвого та малоефективного устаткування тощо.

Джерелами інформації для аналізу складу та структури основних засобів є П(с)БО 7 «Основні засоби» [11], де визначаються методологічні засади формування інформації про основні засоби, інші необоротні матеріальні активи та незавершені капітальні інвестиції в необоротні матеріальні активи тощо.

- Оцінка ефективності використання основних засобів полягає у:
- ❖ вивченні обсягів, складу, структури та руху основних фондів;
 - ❖ оцінці технічного стану основних фондів, темпів їх оновлення та технічного вдосконалення;
 - ❖ аналізі узагальнюючих показників використання основних засобів, а також факторів, які визначають ці показники;
 - ❖ визначенні впливу використання основних засобів на обсяг дохідних операцій підприємства;
 - ❖ виявленні резервів підвищення ефективності використання основних засобів.

Наприклад, дані таблиці 4.2. свідчать про те, що за звітний період вартість основних фондів зросла на 162578 тис. грн. або на 72,4 %. Найбільшу частку у структурі основних засобів становлять машини та обладнання – 43,7 % на початок періоду та 33,9 %; будинки, споруди та передавальні пристрої, відповідно – 36,4 % на початок та 52,7 % на кінець періоду. Така зміна у структурі свідчить про те, що збільшується пасивна частина основних засобів, що може негативно вплинути на динаміку росту прибутку підприємства у майбутньому.

Для аналізу основних засобів необхідно використовувати показники, які відокремлюють у три групи (див. рис. 4.5.):

- 1) показники забезпечення підприємства основними засобами;
- 2) показники стану основних фондів;
- 3) показники ефективності використання основних фондів.

До показників, які характеризують забезпеченість підприємства основними засобами, належать: фондомісткість, фондоозброєність.

Фондомісткість (Φ_m) характеризує вартість основних засобів, що припадає на одиницю виготовленої продукції (наданих послуг), або на одиницю прибутку, та визначається за формулою:

$$\Phi_m = B_f / O_p, \quad (4.1)$$

$$\text{або } \Phi_m = B_f / \Pi, \quad (4.2)$$

де O_p – обсяг виробленої продукції (наданих послуг), грн.;

B_f – балансова вартість основних фондів, грн.;

Π – прибуток, грн.

Приклад. На початок звітного періоду підприємство отримало прибуток на суму 13294 тис. грн., а вартість основних фондів становила 224586 тис. грн. (див. табл. 4.2.). Фондомісткість дорівнює (224586 тис. грн. / 13294 млн. грн.) = 16,89, тобто на кожну гривню виготовленої продукції припадає 16 грн. 89 коп. основних засобів.

Таблиця 4.2.

Інформація про стан основних засобів підприємства за звітний період, тис. грн.

| Групи основних засобів | Залишок на 1 січня 2007 року | | Надійшло за рік (+) | | | Переоцінка (дооцінка +, уцінка -) | | Вибуло за рік (-) | | Нарахована амортизація за рік (+) | Інші зміни за рік (+; -) | | Залишок на 31 грудня 2007 року | |
|---|---------------------------------|---------------|---------------------|--------------|---------------------------------|-----------------------------------|---------------|---------------------------------|-------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------|---------------------------------|---------------|
| | Первісна (переоцінена) вартість | знос | всього | у тому числі | | Первісна (переоцінена) вартість | знос | Первісна (переоцінена) вартість | знос | | Первісна (переоцінена) вартість | знос | Первісна (переоцінена) вартість | знос |
| | | | | злиття | завершені капітальні інвестиції | | | | | | | | | |
| Земельні ділянки | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Капітальні витрати на поліпшення земель | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Будинки, споруди та передавальні пристрої | 81 674 | 7364 | 2144 | 0 | 2144 | 120 193 | 12 993 | 0 | 0 | 1729 | 39 | 6 | 204 050 | 22 092 |
| Машини та обладнання | 98 045 | 40 862 | 33 791 | 0 | 33 791 | 949 | 0 | 1464 | 1343 | 16 825 | 2 | 1 | 131 323 | 56 345 |
| Транспортні засоби | 7575 | 1701 | 1355 | 0 | 1355 | 0 | 0 | 380 | 232 | 547 | 0 | 0 | 8550 | 2016 |
| Інструмент, прилади, інвентар (меб-лі) | 8622 | 3169 | 2318 | 0 | 2318 | 10 | 0 | 119 | 113 | 929 | 111 | 42 | 10 720 | 3943 |
| Інші основні засоби | 3790 | 2194 | 619 | 0 | 619 | 178 | 0 | 212 | 207 | 678 | 56 | 23 | 4319 | 2642 |
| Бібліотечні фонди | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Малоцінні необоротні матеріальні активи | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Тимчасові (нетитульні) споруди | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Інші необоро-тні матеріальні активи | 24 880 | 7218 | 3378 | 0 | 3378 | 0 | 0 | 184 | 124 | 3319 | 128 | 60 | 28 202 | 10 473 |
| Разом | 224 586 | 62 508 | 43 605 | 0 | 43 605 | 121 330 | 12 993 | 2359 | 2019 | 24 027 | 2 | 2 | 387 164 | 97 511 |

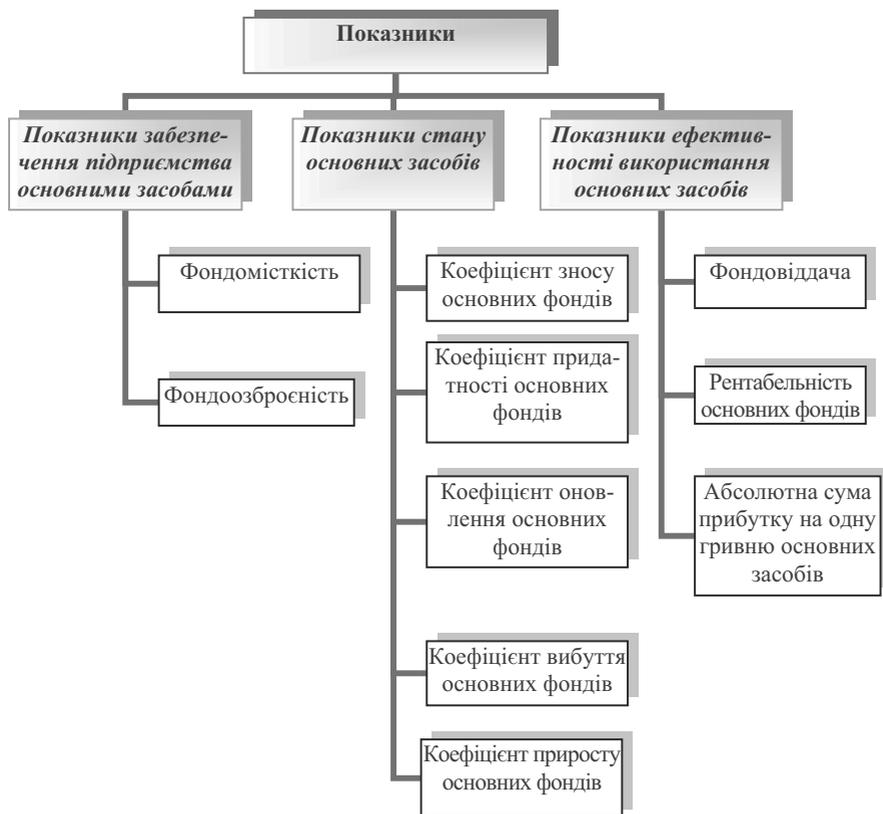


Рис. 4.5. Показники забезпечення, стану та ефективності використання основних засобів

За звітний період прибуток становить 76 805 тис. грн., а вартість основних засобів – 387 164 тис. грн., отже фондомісткість дорівнює $(387\ 164 \text{ тис. грн.} / 76805 \text{ тис. грн.}) = 5,04$. Зменшення значення показника фондомісткості в три рази – з 16,89 до 5,04 – свідчить про позитивні тенденції для підприємства.

Фондоозброєність (Φ_o) показує розмір основних засобів на одного працівника.

Приклад. Вартість основних фондів на початок періоду становить 224 586 тис. грн. (див. табл. 4.2.), а чисельність працівників – 86 осіб. На кінець року відповідно – 387 164 тис. грн. і 84 особи.

Отже, фондоозброєність на початок року становить 2611 тис. грн. (224 586 тис. грн. / 86 особи), на кінець – 4609 (387 164 тис. грн. / 84 особи).

Збільшення рівня показника фондоозброєності також є позитивним фактором.

Стан основних засобів характеризують через коефіцієнти: зносу основних фондів; придатності; оновлення; вибуття (приросту) основних засобів.

Коефіцієнт зносу (K_3) характеризує частку вартості основних засобів, яку списано на витрати виробництва у попередніх періодах. Коефіцієнт зносу визначається відношенням суми зносу основних засобів до балансової вартості основних засобів:

$$K_3 = Z_0 / B_\Phi, \quad (4.3)$$

де Z_0 – сума зносу основних засобів;

B_Φ – балансова вартість основних засобів.

Показник зносу основних засобів може визначатись також у відсотках на початок і на кінець звітного періоду і дає змогу оцінити стан основних засобів.

Приклад. Вартість основних фондів на початок періоду становить 224 586 тис. грн. (див. табл. 4.2.), а сума зносу – 62 508 тис. грн. На кінець року відповідно – 387 164 тис. грн. і 97 511 тис. грн. Отже, на початок року коефіцієнт зносу становитиме – 0,27 (62 508 / 224 586), а на кінець – 0,25 (97 511 / 387 164). Як бачимо, сума зносу як на початок, так і на кінець року становить четверту частину основних засобів банку.

Коефіцієнт придатності основних засобів показує, яка частина основних засобів придатна для експлуатації в процесі господарської діяльності підприємства та розраховується за формулами:

$$K_n = 1 - K_3, \text{ або } (4.4)$$

$$K_n = 100\% - K_3, (4.5)$$

де K_n – коефіцієнт придатності основних засобів;

K_3 – коефіцієнт зносу основних засобів.

Коефіцієнти оновлення (K_o) та вибуття (K_v) розраховуються за формулами:

$$K_o = \Phi_v / B_\Phi, \quad (4.6)$$

$$K_v = \Phi_b / B_\Phi, \quad (4.7)$$

де Φ_v – вартість уведених основних засобів за звітний період;

Φ_b – вартість виведених основних засобів за звітний період.

Коефіцієнт оновлення основних засобів характеризує інтенсивність введення в дію нових основних засобів. Він показує частку введених за певний період основних засобів у загальній вартості основних засобів на кінець звітного періоду.

Коефіцієнт вибуття показує інтенсивність вибуття основних засобів, тобто рівень вибуття тих основних засобів, які або морально застаріли, або зношені та непридатні для подальшого використання. Позитивною у діяльності підприємства є ситуація, коли вартість уведених у дію основних засобів

бів перевищує вартість основних засобів, що вибули. Для цього розраховується коефіцієнт приросту основних засобів.

$$K_p = (\Phi_v - \Phi_n) / B_\Phi \quad (4.8)$$

Приклад. За звітний період на підприємстві у результаті капітальних інвестицій надійшло нових основних засобів на суму 43 605 тис. грн., у той же час вибуло – 2359 тис. грн., загальна сума основних засобів на кінець року склала – 387 164 тис. грн., отже коефіцієнт приросту основних засобів становитиме $-0,10 \left(\frac{43605 - 2359}{387164} \right)$.

До показників, які характеризують ефективність використання основних засобів, належать: фондовіддача, рентабельність основних засобів та сума прибутку на одну гривню основних засобів.

Найзагальнішим показником, який характеризує ефективність використання основних засобів, є *фондовіддача* ($\Phi_{від}$). Це обернений показник до показника фондомісткості, який визначається за формулою:

$$\Phi_{від} = O_n / B_\Phi \quad (4.9)$$

де O_n – обсяг виготовленої продукції (наданих послуг), грн.;

B_Φ – балансова вартість основних фондів, грн.;

Π – прибуток, грн.

Відносним показником ефективності використання основних засобів є *рентабельність основних засобів* (P_Φ). Цей показник визначається за формулою:

$$P_\Phi = \Pi / B_\Phi \quad (4.10)$$

де Π_3 – загальний прибуток за звітний період;

B_Φ – балансова вартість основних засобів на кінець звітного періоду.

Вважається позитивною динаміка росту рентабельності протягом звітного періоду.

Абсолютним показником ефективності використання основних засобів є сума прибутку на одну гривню основних засобів.

Приклад. На початок звітного періоду підприємство отримало прибуток на суму 13 294 тис. грн., а вартість основних фондів становила 224 586 тис. грн. (див. табл. 4.2.). За звітний період прибуток становить 76 805 тис. грн., а вартість основних засобів – 387 164 тис. грн. Отже, рентабельність на початок періоду становила $-0,06$ (13 294 тис. грн. / 224 586 тис. грн.), а на кінець $-0,2$ (76 805 тис. грн. / 387 164 тис. грн.). Зростання рентабельності основних засобів за звітний період більше ніж у тричі свідчить про високу ефективність використання основних засобів на підприємстві.

За необхідності, в аналізі основних засобів можуть бути використані й інші показники, які характеризують технічний стан та ефективність використання основних засобів, зокрема, показник питомої ваги активної частини основних засобів у їхній загальній сумі та ін.

До об'єкта реальних інвестицій належать і *оборотні кошти*, їх головна функція – це здійснення розрахунків за поставлені товари, виконані роботи, готову продукцію.

Оборотні кошти – це 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** – це сировина, конструкції, деталі, виробничі запаси, паливо, МБП, незавершені будівельно-монтажні роботи, витрати майбутніх періодів тощо.

Оборотні кошти за видами відображають у Балансі за встановленою П(с)БО 2 «Баланс» формою у II розділі активу балансу. Оборотні кошти постійно обслуговують усі стадії виробничого процесу, характеристику окремих статей оборотних активів наведено у таблиці 4.3.

Таблиця 4.3.

Характеристика окремих статей оборотних активів

| СТАТТЯ | ЗМІСТ |
|---|---|
| Виробничі запаси | Вартість запасів малоцінних швидкозношуваних предметів, сировини, основних і допоміжних матеріалів, палива, покупних напівфабрикатів і комплектуючих виробів, запасних частин, тари, будівельних матеріалів та інших матеріалів, призначених для споживання в ході нормального операційного циклу |
| Тварини на вирощуванні та відгодівлі | Вартість: дорослих тварин на відгодівлі і в нагулі, птиці, звірів, кроликів, дорослих тварин, вибракуваних із основного стада для реалізації, та молодняку тварин |
| Незавершене виробництво | Витрати на незавершене виробництво і незавершені роботи (послуги), а також вартість напівфабрикатів власного виробництва і валова заборгованість замовників за будівельними контрактами |
| Готова продукція | Запаси виробів на складі, обробка яких закінчена та які пройшли випробування, приймання, укомплектовані згідно з умовами договорів із замовниками і відповідають технічним умовам і стандартам |
| Товари | Вартість товарів, придбаних підприємствами для подальшого продажу без суми торгових націнок |
| Векселі одержані | Заборгованість покупців, замовників та інших дебіторів за відвантаженою продукцією (товари), виконані роботи та надані послуги, яка забезпечена вексялями |

| | |
|--|--|
| Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги | Заборгованість покупців або замовників за надані їм продукцію, товари, роботи або послуги (крім заборгованості, яка забезпечена векселем) |
| Дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом | Дебіторська заборгованість фінансових і податкових органів, а також переплата за податками, зборами та іншими платежами до бюджету |
| Дебіторська заборгованість за виданими авансами | Сума авансів, наданих іншим підприємствам у рахунок подальших платежів |
| Дебіторська заборгованість з нарахованих доходів | Сума нарахованих дивідендів, процентів, роялті тощо, що підлягають надходженню |
| Дебіторська заборгованість із внутрішніх розрахунків | Заборгованість пов'язаних сторін і дебіторська заборгованість із внутрішньовідомчих розрахунків |
| Інша поточна дебіторська заборгованість | Заборгованість дебіторів, яка не може бути включена до інших статей дебіторської заборгованості та яка відображається у складі оборотних активів |
| Поточні фінансові інвестиції | Фінансові інвестиції на строк, що не перевищує одного року, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент (крім інвестицій, які є еквівалентами грошових коштів) |
| Грошові кошти та їх еквіваленти | Кошти в касі, на поточних та інших рахунках у банках, які можуть бути використані для поточних операцій, а також еквіваленти грошових коштів. У цій статті окремо наводяться кошти в національній та іноземній валютах |
| Інші оборотні активи | Суми оборотних активів, які не можуть бути включені до наведених вище статей розділу «Оборотні активи» |

До основних показників ефективності використання оборотних коштів належать такі.

Загальна норма оборотних коштів (H_o):

$$H_o = (O_k / O_{np}) \times 100 \quad (4.11)$$

де O_k – середньорічний обсяг оборотних коштів;

O_{np} – обсяг продукції.

Коефіцієнт обертання:

$$K_{ob} = O_{np} / O_k \quad (4.12)$$

Середня тривалість одного обороту (D):

$$D = T_{ob} / K_{ob} = (T_{ob} \times O_k) / O_{np} \quad (4.13)$$

де $T_{об}$ – тривалість обороту дня.

Розмір умовної економії за рахунок вивільнення коштів ($E_{ум}$):

$$E_{ум} = O_{пр} / T \times (D_2 - D_1), \quad (4.14)$$

де $O_{пр}$ – обсяг продукції у плановому і фактичному періоді;

T – тривалість цього періоду;

D_2, D_1 – середня тривалість одного обороту.

Показники обертання залежать від середніх залишків оборотних коштів та суми обороту відповідного періоду. Крім загальних показників обертання розраховують індивідуальні показники за окремими складовими: за виробничими запасами; незавершеному виробництву і т.п.

За рахунок прискорення обертання оборотних коштів відбувається їх вивільнення та можливість їх використання в інших напрямках, зокрема, господарській діяльності. Вивільнення буває: абсолютне та відносне.

- *Абсолютне вивільнення* свідчить про зменшення фактичних середніх залишків оборотних коштів при тому самому обороті або при його зростанні.

- *Відносне вивільнення* свідчить, що темп зростання обсягу обороту випереджає темп зростання середніх залишків оборотних коштів.

4.4. СТАНДАРТИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ОБ'ЄКТІВ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Перш ніж вкладати кошти, інвестор має оцінити вартість об'єктів реального інвестування.

Оцінка майна та майнових прав – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами, і є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності.

Оцінка вартості майна для інвестора здійснюється у випадках:

- ⇒ створення, реорганізації, банкрутства або ліквідації підприємств (господарських товариств);

- ⇒ визначення вартості внесків учасників та засновників господарського товариства, а також у разі виходу (виключення) учасника або засновника із складу такого товариства;

- ⇒ приватизації та іншого відчуження у випадках, встановлених законодавством;

- ⇒ передавання майна під заставу, оренди та обміну;

- ⇒ переоцінки основних фондів для цілей бухгалтерського обліку;

- ⇒ страхування, оподаткування майна та визначення розміру державного мита;

- ⇒ визначення збитків або розміру відшкодування у випадках, встановлених законом та ін.

Поняття вартості є базовим при оцінці будь-якого майна чи майнових прав. Загалом вартість визначається кількістю однієї речі, яку можна отри-

мати в обмін на іншу, або співвідношенням обміну товару на іншій. Вартість вимірюється за допомогою загального еквівалента – грошей.

На практиці існує багато видів вартості. Вони необхідні через різні потреби та функції. При оцінці майна можуть використовуватися такі види вартості, як: поточна, ринкова, ліквідаційна, оціночна, спеціальна, інвестиційна, вартість заміщення, вартість відтворення, залишкова вартість заміщення (відтворення), вартість ліквідації, вартість у використанні, дійсна вартість майна для цілей страхування та вартість реверсії.

Зазвичай для інвестора найважливішою є **інвестиційна вартість** – вартість, визначена з урахуванням конкретних умов, вимог та мети інвестування в об'єкт оцінки.

Оцінка вартості об'єктів реальних інвестицій в Україні здійснюється відповідно до Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [3]. На основі цього Закону була розроблена нова Методика оцінки майна [7], а у подальшому прийняті чотири Національних стандарти:

- ❖ Національний стандарт №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [6];

- ❖ Національний стандарт № 2 «Оцінка нерухомого майна» [8];

- ❖ Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [9];

- ❖ Національний стандарт № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності» [10].

Ці стандарти є обов'язковими до виконання суб'єктами оціночної діяльності під час проведення ними оцінки майна всіх форм власності та в будь-яких випадках її проведення. Вони містять визначення понять вартості, що оцінюється, принципи оцінки, методичні підходи та особливості проведення оцінки відповідного майна залежно від мети оцінки, вимоги до змісту звіту про оцінку майна та порядок його рецензування.

Базою для формування Національних стандартів оцінки в Україні є Міжнародні стандарти оцінки (МСО), які мають на меті:

- ❖ сприяти міжнародним трансакціям і розвитку міжнародних ринків капіталу, підтримуючи прозорість фінансових звітів, а також достовірність оцінок, що застосовуються для забезпечення запозичень та іпотеки, до трансакцій з переходом права власності, при розв'язанні судових спорів або для оподаткування;

- ❖ служити професійним орієнтиром для оцінювачів у всьому світі, тим самим дозволяючи їм задовольняти вимогам міжнародних ринків капіталу до достовірності оцінок і вимогам міжнародного ділового співтовариства до фінансової звітності;

- ❖ запроваджувати стандарти оцінки та фінансової звітності для потреб як нових промислово розвинутих країн, так і таких, що розвиваються [14].

Міжнародні стандарти оцінки були започатковані членами технічного комітету Королівського інституту сертифікованих сюрвейерів (RICS) Великобританії та представниками оціночних організацій США наприкінці 70-х років минулого сторіччя. Саме вони розпочали діалог, який призвів до заснування у 1981 р. Міжнародного Комітету Стандартів Оцінки Активів (TIAVSC), а вже у 1994 р. Комітет змінив свою назву і зараз відомий як Міжнародний комітет стандартів оцінки (МКСО). Починаючи з 2003 р. МКСО є асоціацією, що об'єднує професійні оціночні організації, які підписали «Угоду про Вступ» по всьому світу. Міжнародні стандарти оцінки є базою для створення Національних стандартів оцінки не лише в Україні, але й в інших країнах світу.

Організація процесу оцінки майна та майнових прав в Україні містить такі етапи, див. рис. 4.6.

Теоретичним фундаментом процесу оцінки є система оціночних принципів, на яких базується розрахунок вартості об'єктів майна. Принципи оцінки формують вихідні погляди суб'єктів ринку на розмір вартості майна.

Міжнародні стандарти оцінки розділяють чотири групи принципів оцінки майна.

1 група – принципи, які дають можливість інвестору отримати уявлення про цінність об'єкта інвестування, зокрема: вигоди; заміщення; очікування.

2 група – принципи оцінки, що характеризують фактори, які безпосередньо впливають на оцінку усіх засобів виробництва: землі, будівель та споруд обладнання тощо, у тому числі: економічного розміру; визначення впливу доходів, що збільшуються або зменшуються, на вартість об'єкта власності; оцінки збалансованості різних факторів виробництва; оцінки залишкової продуктивності землі.

3 група – містить принципи, які характеризують вплив зовнішнього ринкового середовища на вартість об'єктів реального інвестування, а саме: залежності; відповідності; попиту та пропозиції; конкуренції; зміни вартості.

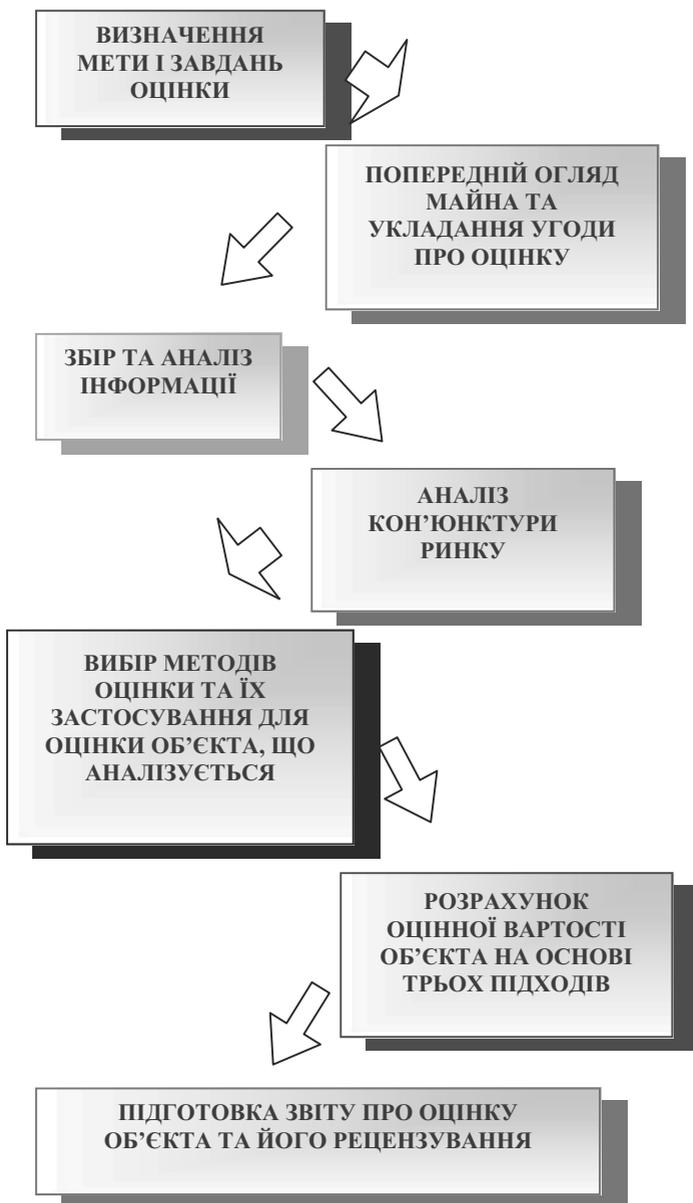


Рис. 4.6. Етапи процесу оцінки вартості майна

Синтезом усіх, розглянутих вище принципів оцінки, є *4 група*, яка є принципом найбільш ефективного використання об'єкт. Це варіант використання об'єкт, який вибраний серед інших можливих законних варіантів реального інвестування, який є фізично здійснимим, достатньо обґрунтованим, який має реальне фінансове забезпечення і який призводить, зокрема, до найвищої вартості земельної ділянки, на якій розташований об'єкт.

Оцінка майна відповідно до Національних стандартів проводиться з дотриманням лише таких принципів, як: корисності, попиту та пропозиції, заміщення, очікування, внеску (граничної продуктивності) та найбільш ефективного використання.

4.5. МЕТОДИ ОЦІНКИ ОБ'ЄКТІВ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Для проведення оцінки майна застосовуються такі *основні методичні підходи*:

⇒ витратний (майновий – для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів);

⇒ дохідний;

⇒ порівняльний.

Кожен із цих методичних підходів використовує свої методи, рис. 4.7.

Метод оцінки – це спосіб визначення вартості об'єкта оцінки, послідовність оціночних процедур якого дає змогу реалізувати певний методичний підхід.

Витратний підхід в оцінці майна та майнових прав передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення).

Повна вартість заміщення – це вартість будівництва у поточних цінах, будівлі, яка має еквівалентну користь з об'єктом оцінки, але побудованої із нових матеріалів та відповідно до сучасних стандартів, дизайну та планування.

Повна вартість відтворення – це вартість будівництва, у поточних цінах, точної копії будівлі із використанням таких самих матеріалів, будівельних стандартів, дизайну і з такою самою якістю робіт (які втілюють у себе усі недоліки, «невідповідності» та старіння), що і в об'єкта оцінки.

Іншими словами, один метод передбачає заміну споруди подібним об'єктом, тоді як інший – відтворення точної копії.

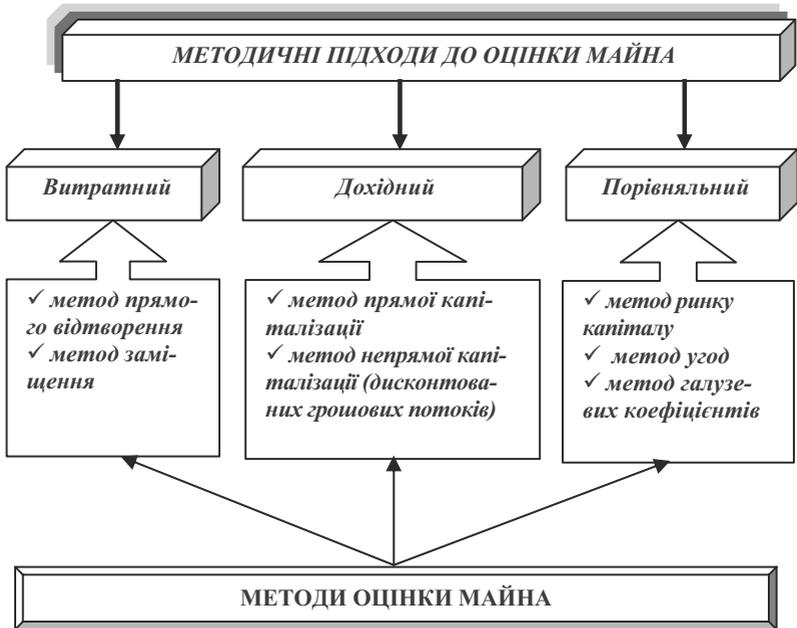


Рис. 4.7. Методичні підходи та методи оцінки застави

До ситуацій, у яких може використовуватися витратний підхід в оцінці майна належать:

- ✦ техніко-економічний аналіз для нового будівництва;
- ✦ визначення варіанту найкращого та найбільш ефективного використання землі;
- ✦ оновлення виробництва;
- ✦ заключне узгодження вартості майна;
- ✦ визначення вартості будов інституційного або спеціального призначення;
- ✦ оцінка майна на пасивних ринках;
- ✦ оцінка майна при його страхуванні;
- ✦ оцінка майна при оподаткуванні прибутку та ін.

Недоцільно використовувати витратний підхід для визначення вартості об'єктів, ринок купівлі – продажу або оренди яких існує.

Використання витратного підходу розпочинається із визначення повної вартості заміщення або відтворення. Для цього можуть бути використані такі методи оцінки, як:

1. *Кількісне дослідження*, при якому передбачається «розкладання» будови або споруди на окремі елементи та множення витрат кожного еле-

менту на їх загальну кількість. Для більшості оцінювачів цей метод є найбільш трудомістким, тому використовується досить рідко.

2. *Метод розбивки за компонентами* – передбачає знаходження повної вартості відтворення (заміщення) через компоненти об'єкта, які перемножуються на укрупнені вартісні показники (витрати на спорудження одиничного показника кожної частини будівлі з урахуванням витрат на матеріали, робочу силу на прибуток підрядника). Компонентами можуть бути фундамент, стіни, перегородки, перекриття інженерне устаткування та ін. Укрупнені показники можуть бути розраховані на 1 м^3 , 1 м^2 , 1 погонний метр тощо.

3. *Варіанти методу розбивки за компонентами* містять: а) метод субпідряду; б) розбивку за профілем робіт; в) виділення витрат. Метод субпідряду базується на тому, що будівельник, зазвичай, приймає субпідрядників для виконання частини певних робіт, тому вартість відтворення об'єкта визначається шляхом додавання витрат за усіма субпідрядниками. Метод розбивки за профілем робіт подібний попередньому. При методі виділення витрат різні компоненти будівлі оцінюються за вартістю будівництва на квадратний або кубічний метр, а потім ці оцінки додаються.

4. *Метод порівняльної одиниці* починається з визначення базової вартості будівництва 1 м^3 або 1 м^2 , взятих у вигляді орієнтиру «типової» споруди. Потім вносяться поправки на особливості об'єкта, що оцінюється. Обов'язково необхідно робити поправки на *коефіцієнт ефективності*, який визначається як відношення корисної площі, яка здається в оренду, до загальної площі будови. Наприклад, офісна будівля, яка має площу $2\ 000\text{ м}^2$, може бути ефективною лише на 80 %, бо 20 % зайнято ліфтами, холами, і т.п. Також можуть бути поправки на обладнання, накладні витрати та інші елементи витрат.

Після визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта, його коригують на суму зносу (знецінення).

Знос (знецінення) – це втрата вартості майна, порівняно з вартістю нового майна. Знос, за ознаками його виникнення, поділяють на:

- ❖ **фізичний знос**, зумовлений частковою або повною втратою первісних технічних та технологічних якостей об'єкта оцінки;
- ❖ **функціональний знос**, зумовлений частковою або повною втратою первісних функціональних (споживчих) характеристик об'єкта оцінки. Функціональний вид зносу зумовлений, переважно, впливом науково-технічного прогресу в галузі архітектури та будівництва;
- ❖ **економічний (зовнішній) знос**, зумовлений впливом соціально-економічних, екологічних та інших факторів на об'єкт оцінки. Основними причинами зовнішнього зносу можуть бути як загальний спад у районі, де розміщений об'єкт, так і дії уряду або місцевої адміністрації у сфері оподаткування, страхування тощо, інші зміни на ринку зайнятості, відпочинку, навчання і т.п. Засобом вимірювання зносу зовнішнього

впливу є аналіз парних продажів (коли на ринку продається два об'єкти, які можна порівняти, один із яких має ознаки зовнішнього зносу, а інший – ні).

При витратному підході фактор зносу застосовується для того, щоб врахувати відмінності між характеристиками спеціально підібраного майна (будови) так, якби воно було новим, та фізичним та економічним станом майна, що оцінюється. Це спосіб коригування вартості гіпотетичної нової будови, за якої проводилася оцінка, та визначення відмінностей між нею та майном, що оцінюється.

Основним недоліком витратного підходу при оцінці майна є те, що важко визначити знос, зокрема, будов та споруд, вік яких перевищує 10 років, бо неможливо відтворити заново стару будівлю. У таких випадках витратний підхід може дати неправильну оцінку вартості не тільки через неможливість повного відтворення об'єкта, але й через те, що така споруда може не бути найкращим та найефективнішим варіантом використання земельної ділянки, на якій вона знаходиться. У зв'язку з цим, витратний підхід застосовується лише при оцінці вартості діючих будов, не враховуючи при цьому його найкраще та найефективніше використання.

Дохідний підхід в оцінці майна базується на порівнянні майбутніх доходів інвестора з його поточними витратами. Порівняння доходів здійснюється з урахуванням факторів часу та ризику. Таким чином, динаміка вартості компанії, визначена саме цим підходом, дає можливість приймати правильні інвестиційні рішення як власникам компанії, так і її менеджерам.

Дохідний підхід передбачає використання двох методів: **методу прямої капіталізації** та **методу непрямої капіталізації (дисконтованих грошових потоків)**.

Капіталізація – це визначення вартості об'єкта оцінки на підставі очікуваного доходу від його використання. Капіталізація може здійснюватися із застосуванням ставки капіталізації (пряма капіталізація) або ставки дисконту (непряма капіталізація чи дисконтування);

Ставка капіталізації – це коефіцієнт, що застосовується для визначення вартості об'єкта, виходячи з очікуваного доходу від його використання за умови, що дохід передбачається незмінним протягом визначеного періоду в майбутньому. Ставка капіталізації характеризує норму доходу на інвестований капітал (власний та/або позиковий) і норму його повернення.

Метод прямої капіталізації застосовується у тих випадках, коли є достатня кількість даних для оцінки доходу, дохід з майна є стабільним, або, в крайньому випадку, очікується, що поточні грошові доходи приблизно дорівнюватимуть майбутнім, або темпи їх росту помірні. Це стосується, насамперед, об'єктів з чітко визначеною орендною платою на майбутне.

Розрахунок вартості об'єкта за методом прямої капіталізації здійснюється за формулою:

$$V = \frac{NOI}{K}, \quad (4.15)$$

де V – вартість майна;

NOI – чистий операційний дохід;

K – коефіцієнт капіталізації.

Одним із найважливіх питань у процесі оцінки дохідності майна є і розрахунок **коефіцієнта капіталізації**. Інвестуючи капітал у дохідне майно, інвестор бажає отримати дохід не тільки на вкладений капітал, а й повністю відшкодувати сам капітал. Відшкодування інвестованого капіталу можливе або шляхом перепродажу об'єкт, або шляхом одержання доходу, розмір якого забезпечує одержання не тільки процентного доходу на капітал, а й поступове його відшкодування за певний період часу. Показником, який характеризує цей процес, є коефіцієнт капіталізації, який складається з двох частин. Одна його частина відображає дохід на інвестований капітал, тобто винагороду власнику капіталу за цінність грошей з урахуванням часового фактору й ряду інших факторів, пов'язаних із цим інвестиційним проектом. Іншими словами, це процент, який виплачується за використання грошових коштів.

Друга частина коефіцієнта капіталізації відображає суму, яка йде на відшкодування початкового інвестованого капіталу.

Таким чином, коефіцієнт капіталізації складається із двох значень: *ставки доходу на інвестиції* та *норми повернення інвестицій*.

Для розрахунку *ставки доходу на інвестиції* використовують **метод кумулятивної побудови**. Він передбачає побудову відсоткової ставки як результату додавання кількох значень. За основу береться, так звана, безризикова ставка, тобто ставка, яка показує дохідність на найбільш надійні цінні папери. Так, наприклад, при розрахунку відсоткової ставки доходу на інвестиції кумулятивним методом, можуть додаватися:

Ставка доходу по безризиковим цінним паперам – 5,0 %

Премія за ризик інвестування в певний об'єкт – 2,5 %

Премія за політичний ризик – 1,5 %

Премія за інші особливі ризики – 3,0 %

***Разом відсоткова ставка* – 12,0 %**

Інший головний елемент коефіцієнту капіталізації – *норма відшкодування інвестицій (капіталу)*, яка може застосовуватися лише до тієї частини майна, що зношується з часом.

Існують три способи відшкодування інвестованого капіталу:

- 1) прямолінійне відшкодування капіталу;
- 2) повернення капіталу по фонду відшкодування та за ставкою доходу на інвестиції;

- 3) повернення капіталу по фонду відшкодування та за безризиковою процентною ставкою.

Прямолінійне повернення капіталу (метод Ринга) передбачає, що відшкодування основної суми інвестованого капіталу здійснюється рівними частинами. В цьому випадку розміри платежів за основною сумі інвестицій становитимуть:

$$D/n = R_1 = R_2 = \dots = R_k = R_n, \quad (4.16)$$

де D – загальна сума інвестицій;

n – кількість періодів;

k – номер розрахункового періоду;

R – сума, яка йде на погашення інвестицій.

Залишок невідшкодованих інвестицій на початок кожного періоду D_k становитиме:

$$D_k = D - R(k - 1) \quad (4.17)$$

Розмір строкової виплати Y_k в кожному періоді становить:

$$Y_k = D_k \cdot i + R, \quad (4.18)$$

де i – процентна ставка.

Приклад. Інвестор планує придбати нерухомість вартістю в 350 тис. грн. За його розрахунками володіння об'єктом нерухомості має принести щорічний дохід у розмірі 20 %. Для реалізації проекту інвестор під заставу майна одержав кредит у сумі 350 тис. грн. під 15 % річних строком на 5 років. За умовами кредитного контракту погашення суми основного боргу має проводитися рівними платежами, а нарахування відсотків – в кінці року.

Складемо план відшкодування інвестицій, тобто погашення одержаного кредиту:

$R = 350/5 = 70$ тис. грн. – річна виплата основного боргу.

План погашення кредиту представимо у табл. 4.4.

Таблиця 4.4.
(тис. грн.)

| Роки | Розмір боргу D | Процентний платіж I ($I = D_k \cdot i$) | Річні витрати з погашення основного боргу, R | Річна строкова виплата ($Y_k = I + R$) |
|--------|------------------|--|--|---|
| 1-й | 350 | 52,5 | 70 | 122,5 |
| 2-й | 280 | 42 | 70 | 112 |
| 3-й | 210 | 31,5 | 70 | 101,5 |
| 4-й | 140 | 21 | 70 | 91 |
| 5-й | 70 | 10,5 | 70 | 80,5 |
| Всього | - | 157,5 | 350 | 507,5 |

У цьому прикладі щорічна прямолінійна норма повернення основного капіталу становить 20 % ($70/350 = 0,2$), а поточна віддача на вкладений

капітал (процентна ставка) становить 15 %. Тоді коефіцієнт капіталізації – $20 + 15 = 35$ %. Дійсно, якщо перший річний платіж поділити на коефіцієнт капіталізації $122,5 : 0,35 = 350$, то одержимо розмір основної суми капіталу.

Особливістю цього методу є щорічне зниження розміру суми членів грошового потоку, який використовується для погашення боргу. Тому цей метод прямолінійної капіталізації не може застосовуватися для потоків з рівними доходами.

Повернення капіталу по фонду відтворення за ставкою доходу на інвестиції (метод Івуда). Цей метод передбачає, що фонд відшкодування формується за ставкою проценту, яка дорівнює нормі прибутку на інвестиції. Цей метод використовується для доходів у вигляді постійного анuitету. Ілюстрацією цього методу є кредит, що самоамортизується, де ставка капіталізації для кредиту є сумою проценту, який у цьому випадку є нормою прибутку на суму кредиту та фактора фонду відшкодування інвестицій, який визначається за такою формулою:

$$K = i + \frac{i}{(1+i)^n - 1}, \text{ або}$$

$$K = \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}, \quad (4.19)$$

де i – ставка доходу на інвестиції;

n – строк відшкодування інвестицій;

$\frac{i}{(1+i)^n - 1}$ – фактор фонду відшкодування інвестицій;

$\frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$ – коефіцієнт погашення боргу або внесок на амортизацію

грошової одиниці.

Цей метод ми розглянемо на такому прикладі.

Приклад. На продаж виставлений об'єкт нерухомості вартістю 50 тис. грн. Інвестор планує отримати дохід на вкладений капітал в розмірі 6 % річних, вважаючи, що щорічний грошовий потік становитиме приблизно 14 тис. грн. Одночасно інвестор планує відшкодувати свої інвестиції за 4 роки.

Необхідно визначити коефіцієнт капіталізації, а також можливість відшкодування інвестицій за вказаний строк.

Розрахункові параметри:

$D = 50$ тис. грн.; $n = 4$; $i = 6\%$.

Фактор фонду відшкодування $i / \{(1+i)^n - 1\} = 0,06 / (1,06^4 - 1) = 0,2286$.

Визначимо коефіцієнт капіталізації:

$K = 0,2286 + 0,06 = 0,2886$, або $K = i(1+i)^n / \{(1+i)^n - 1\} = 0,06 \times 1,06^4 / (1,06^4 - 1) = 0,2886$,

Перший щорічний внесок, який передбачений на відшкодування інвестицій, складатиме:

$$R_1 = D \times i / \{(1+i)^n - 1\} = 50 \times 0,2286 = 11,4296 \text{ тис. грн.}$$

Річна строкова виплата, яка забезпечує повернення інвестицій та одержання процентів на вкладений капітал, становитиме:

$$Y = 50 \times 0,2886 = 14,4296 \text{ тис. грн.}$$

Перевірка правильності визначеного коефіцієнта капіталізації та можливості відшкодування інвестицій у визначений строк:

$$Y/K = D \Rightarrow 14,4296/0,2886 = 49,9986 (\sim 50 \text{ тис. грн.})$$

Розрахунок відшкодування інвестицій (тис. грн.) представимо у табл. 4.5.

Таблиця 4.5.
(тис. грн.)

| Роки | D | I = D _k • i | R | Y |
|-------|---------|------------------------|---------|---------|
| 1-й | 50,03 | 3,0 | 11,4296 | 14,4296 |
| 2-й | 8,5704 | 2,3143 | 12,1153 | 14,4296 |
| 3-й | 26,4551 | 1,5873 | 12,8423 | 14,4296 |
| 4-й | 13,6128 | 0,8168 | 13,6128 | 14,4296 |
| Разом | - | 7,7184 | 50,0 | 57,7184 |

Цей приклад є ілюстрацією для використання розрахунку повернення капіталу по фонду відшкодування та ставкою доходу на інвестиції. В цьому прикладі норма повернення інвестицій є складовою частиною коефіцієнта капіталізації. Вона дорівнює фактору фонду відшкодування, який визначається за тією ж відсотковою ставкою, що й дохід на інвестиції ($0,06/(1,06^4 - 1) = 0,2286$). Іншою складовою коефіцієнта капіталізації є ставка процентів на інвестиції. Використання цієї методики забезпечує повне відшкодування інвестиції та одержання по ним відповідного доходу.

Повернення капіталу по фонду відшкодування та безризиковій ставці процента (метод Хоскольда).

У деяких випадках інвестиції є настільки прибутковими, що можливість їх реінвестувати за тією ж ставкою процента, що і початкові інвестиції, є малоімовірним. Тому для реінвестованих коштів можливе отримання доходу за нижчої «безризикової» ставки процента. Такий «безризиковий» підхід в інвестиційній діяльності має назву *методу Хоскольда*.

Наприклад, інвестиційна компанія вклала капітал у проект, який приносить прибуток – 18 % річних і розрахований на 4 роки, що значно більше середньої прибутковості по цій галузі. Суми, отримані за рахунок повернення інвестицій, можуть бути без ризику реінвестовані лише за ставкою 8 %, а очікуваний дохід за перший рік становитиме 1,5 млн. грн.

Оскільки 4-х річний фактор фонду відшкодування за ставки 8 % становить $0,08/(1,08^4 - 1) = 0,222$, то загальний коефіцієнт капіталізації становитиме $0,18 + 0,222 = 0,402$.

Для визначення вартості 4-х річного потоку доходів розділимо дохід за перший рік на коефіцієнт капіталізації. За перший рік дохід становить 1,5 млн. грн., таким чином, вартість всього потоку буде дорівнювати: $1,5/0,402 = 3,73$ млн. грн.

У річному доході віддача на вкладений капітал (процентний дохід) становитиме $3,73 \times 0,18 = 0,6714$ млн. грн., а повернення вкладеного капіталу - $3,73 * 0,222 = 0,82806$ млн. грн. Перевіримо цей розрахунок: $0,6714 + 0,82806 = 1,49946$ (~ 1,5 млн. грн.).

У випадках, коли в процесі угоди можлива втрата частини інвестованого капіталу (наприклад, знос житлового будинку, зданого в оренду), поточний дохід слід розглядати і як відшкодування інвестицій, і як дохід на інвестиції. В подібних випадках коефіцієнт капіталізації повинен бути розрахований таким чином, щоб при оцінці вартості активів було забезпечене як повне відшкодування інвестованого капіталу, так і отримання доходу по ньому. Для цього коефіцієнт капіталізації повинен бути збільшений.

Приклад. Власник будинку, початкова вартість якого 50 тис. грн., здає його в оренду на 10 років. Після закінчення терміну оренди дім втрачає свою початкову вартість на 20 %. Визначимо: розмір щорічного орендного платежу, який вноситься в кінці кожного року, який забезпечив би відшкодування частини втраченого капіталу, та дохід на вкладений капітал у розмірі 10 % річних; коефіцієнт капіталізації.

Розмір втраченого капіталу становить і $50 \times 0,2 = 10$ тис. грн.

Фактор фонду відшкодування: $i/[(1+i)^n - 1] = 0,1/[(1+0,1)^{10} - 1] = 0,0627454$.

Відшкодування втраченого капіталу за 1 рік становить:
 $0,0627454 \times 10\ 000 = 627,454$ грн.

Сума річного орендного платежу повинна становити:
 $50\ 000 \times 0,1 + 627,454 = 5627,454$ грн.

Сума, отримана орендодавцем за весь строк оренди (сума ануїтетів), становитиме:

$5627,454 \times [1,1^{10} - 1] / 0,1 = 5627,45 \times 15,937425 = 89687,06$ грн.

Визначимо коефіцієнт капіталізації.

Відшкодування капіталу (інвестицій) з урахуванням їх втрати в розмірі 20 % при ануїтетному методі становитиме: $0,2 \times 0,1 / (1,1^{10} - 1) = 0,2 \times 0,062745394 = 0,01254908$.

Віддача (процентна ставка на вкладений капітал) – 10 % (0,1). Коефіцієнт капіталізації становить: $0,01254908 + 0,1 = 0,11254908$. Початкова (поточна) вартість інвестицій дорівнює $5627,454 / 0,11254908 = 50\ 000$.

При прогнозуванні росту вартості активів весь поточний дохід і частину виручки, отриману від перепродажу активів, можна розглядати як до-

хід на інвестиції. Залишок виручки від перепродажу активів забезпечує повернення інвестованого капіталу. Коефіцієнт капіталізації у подібних випадках може визначатися як різниця між ставкою дисконту та щорічним процентом приросту капіталу.

Приклад. Земельна ділянка здається в оренду на 10 років за відсотковою ставкою в розмірі 12 % річних. Поточний дохід залишається постійним і становить 9,6 тис. грн. Передбачається, що до закінчення строку оренди вартість земельної ділянки зросте на 25 %.

Визначимо коефіцієнт капіталізації та поточну вартість ділянки.

Необхідна ставка віддачі: 0,12.

Приріст вартості: $0,25 \times (0,12 / [1,12^{10} - 1]) = 0,25 \times 0,056984164 = 0,01424604$.

Коефіцієнт капіталізації: $0,12 \times 0,014246041 = 0,105753959$.

Поточна вартість ділянки: $9,6 : 0,105753959 = 90,777$ тис. грн.

Вартість на момент перепродажу: $90,777 \times 1,25 = 113,47$ тис. грн.

Розглянувши методи розрахунку відшкодування капіталу, ми встановили, що періодичні доходи, що надходять, можуть бути поділені на дві частини: дохід на капітал та відшкодування капіталу. Дохід на капітал – це процентні гроші, отримані на вкладений капітал, тобто кінцева віддача. Повернення капіталу характеризується нормою його відшкодування. Норма відшкодування капіталу залежить від тривалості інвестиційного проекту, ставки поточної віддачі, стабільності періодичного доходу та від приросту або зменшення вартості капіталу за період володіння.

Іншим методом, який використовується на практиці у дохідному підході оцінки майна є *метод непрямої капіталізації або дисконтування майбутніх доходів*.

Цей метод застосовується до тих об'єктів майна, які:

- приносять дохід;
- мають нерівні потоки доходів та витрат;
- мають рівні (ануїтетні) потоки витрат;
- приносять дохід після проведення реконструкції, навіть за відсутності доходу у перші роки прогнозного періоду.

Розрахунки за методом *дисконтування майбутніх доходів* можна розділити на три основні етапи:

- 1) прогноз потоку майбутніх доходів (витрат) та передбаченого перепродажу об'єкта (реверсії), навіть якщо продаж його не планується;
- 2) розрахунок ставки дисконту;
- 3) приведення майбутньої вартості грошових потоків до теперішньої з використанням техніки складного процента.

Вартість об'єкта, визначеного цим методом – це поточна вартість усіх майбутніх грошових потоків та реверсії з урахуванням міри ризику та альтернативних варіантів використання. Вона може бути визначена за такою формулою:

$$RV = \sum_1^n \frac{(NOI_n)}{(1+i)^n} + \frac{(FV)}{(1+i)^n}, \quad (4.20)$$

де i – ставка дисконту, яка використовується при оцінці майна;

NOI – майбутня вартість грошових потоків;

FV – майбутня вартість перепродажу (реверсії) майна.

Прогноз потоку майбутніх доходів та перепродажу об'єкта здійснюється таким чином: період, що аналізується, в ході оцінки, поділяється на прогнозний та постпрогнозний період. Розмір прогнозного періоду визначається, виходячи із таких тенденцій.

✦ Оцінювач прагне скоротити його тривалість для забезпечення більшої реалістичності прогнозів.

✦ Оцінювач зобов'язаний продовжити період для виявлення тенденцій в отриманні грошових потоків та їх розміру.

✦ Тривалість прогнозного періоду має відповідати строку служби об'єкта.

✦ Періодичність надходжень майбутніх доходів може бути різною (рік, квартал, місяць). У зв'язку з тим, що на ринку об'єктів нерухомості спостерігається рівномірність надходжень доходів (наприклад, орендної плати), за крок у розрахунках, зазвичай, приймається один рік.

За прогнозну базу в ході оцінки об'єктів може використовуватися чистий дохід або грошовий потік (до чи після сплати податків).

Чистий дохід (експлуатаційний) – це дійсний валовий дохід за мінусом експлуатаційних витрат та витрат з управління, але до сплати боргу та відсотків за кредит, податків та амортизаційних відрахувань.

Грошовий потік (до сплати податків) – це чистий дохід за мінусом витрат з обслуговування боргу та амортизації.

Розрахунок *реверсії* – це розрахунок виручки від продажу об'єкта в кінці останнього прогнозного періоду з урахуванням можливих змін у вартості об'єкта. Витрати, пов'язані з продажем та темпами зносу протягом прогнозного періоду, віднімаються. Своєю чергою, вартість перепродажу може бути визначена на основі прогнозування потоку доходу у постпрогнозний період з використанням базової формули капіталізації.

Важливим етапом цього методу є визначення *ставки дисконту*.

З математичної точки зору, *ставка дисконту* – це процентна ставка, яка використовується для перерахунку майбутніх потоків доходів в єдине значення теперішньої (поточної) вартості, яка є базою для визначення ринкової вартості бізнесу. З економічної точки зору, в ролі ставки дисконту виступає бажана інвестору ставка доходу на вкладений капітал у відповідні за рівнем ризику у подібні об'єкти інвестування, або – ставка доходу за альтернативними варіантами інвестицій із зіставлення рівня ризику на дату оцінки.

Ставка дисконту має визначатися з урахуванням трьох факторів:

- а) наявності у підприємства різних джерел залученого капіталу, які вимагають різних рівнів компенсації;
- б) необхідності урахування для інвесторів вартості грошей у часі;
- в) фактора ризику або міри ймовірності отримання очікуваних у майбутньому доходів.

Існують різні методики визначення ставки дисконту, проте найпоширенішими є: для *грошового потоку для власного капіталу* – модель оцінки капітальних активів (CAPM – Capital Asset Pricing Model) та метод кумулятивної побудови; для *грошового потоку для всього інвестиційного капіталу* – модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost of Capital). (Трунтовно модель оцінки капітальних активів та модель середньозваженої вартості капіталу розглянуті нами у темі 8 підручника).

Метод кумулятивної побудови передбачає, що у структурі ставки дисконту до номінальної безризикової ставки позичкового відсотку додається сукупна премія за інвестиційні ризики, яка складається із премій за окремі «несистематичні» ризики, які належать саме до цього проекту, та поправка на неліквідність. З урахуванням особливостей об'єкта, що оцінюється, оцінювач може вносити й інші додаткові поправки.

Після визначення ставки дисконту, оцінювач визначає вартість об'єкта.

Приклад. Для придбання об'єкта нерухомості інвестор одержує кредит у розмірі 450 000 грн на 25 років під 12 % річних із щомісячною його амортизацією у сумі 4739,5 грн. За прогнозами об'єкт має приносити не менше 14 % річного доходу на власний капітал, а через 10 років він буде проданий за ціною не нижче 650 000 грн. У момент перепродажу розмір непогашеного кредиту становитиме 403 800 грн. За час володіння об'єктом, за розрахунками інвестора, він буде одержувати щорічні грошові надходження (чистий операційний дохід мінус річний платіж з обслуговування боргу) у таких розмірах (див. табл. 4.6).

Таблиця 4.6.

(грн.)

| Роки | 1-й | 2-й | 3-й | 4-й | 5-й | 6-й | 7-й | 8-й | 9-й | 10-й |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Грошові надходження, тис. грн. | 14 200 | 14 400 | 14 600 | 14 900 | 15 000 | 15 100 | 15 100 | 15 200 | 15 200 | 15 200 |

Визначимо вартість об'єкта.

- 1) Поточна вартість щорічних грошових надходжень представлена у табл. 4.7.
- 2) Поточна вартість кінцевої виручки від перепродажу об'єкта складе: $(650\,000 - 403\,800) \cdot (1/(1+0,14)^{10}) = 66\,411$ грн

3) Вартість власного капіталу:

$76\,829 + 66\,411 = 143\,240$ грн

4) Повна вартість об'єкта:

$143\,240 + 450\,000 = 593\,240$ грн

Таблиця 4.7.

| Роки | Коефіцієнт дисконтування (1/1,14 ⁿ) | Розмір річного грошового надходження, (тис. грн.) | Дисконтований розмір річного грошового надходження, (тис. грн.), (гр. 2 x гр. 3) |
|--------------|---|---|--|
| 1 | 0,877 | 14 200 | 12 278 |
| 2 | 0,769 | 14 400 | 11 074 |
| 3 | 0,675 | 14 600 | 9855 |
| 4 | 0,592 | 14 900 | 8821 |
| 5 | 0,519 | 15 000 | 7785 |
| 6 | 0,455 | 15 100 | 6871 |
| 7 | 0,400 | 15 100 | 6040 |
| 8 | 0,351 | 15200 | 5335 |
| 9 | 0,307 | 15200 | 4666 |
| 10 | 0,270 | 15200 | 4104 |
| Разом | - | - | 76 829 |

Порівняльний (ринковий) підхід в оцінці майна ґрунтується на принципі заміщення, тобто інвестор не вкладатиме свій капітал у об'єкт, якщо його вартість перевищує витрати на придбання на ринку подібного об'єкта, який має такі самі властивості. Порівняльний підхід використовується, зазвичай, там, де є достатня база даних про угоди купівлі – продажу подібних об'єктів.

Основними перевагами цього методичного підходу є те, що:

а) оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі – продажу аналогічних об'єктів, ціна на які визначається ринком. Тому оцінювач обмежується лише корективами, які забезпечують зівставлення аналогу з об'єктом, що оцінюється;

б) оцінка, що базується на інформації з ринку, зазвичай, відображає фактичні результати виробничо-фінансової діяльності підприємства;

в) ціна укладеної угоди максимально враховує ситуацію на ринку, а значить є реальним відображенням попиту та пропозиції.

Разом із тим, порівняльний підхід має ряд суттєвих недоліків, а саме: ігнорує перспективи розвитку підприємства у майбутньому; отримання інформації від підприємств-аналогів є досить складним процесом; оцінювач має зробити складні корективи, вносити поправки, які вимагають серйозного обґрунтування, у підсумкове значення та проміжні розрахунки.

Процес застосування порівняльного підходу виконуються у такій послідовності:

1) Вивчаються стан та тенденції розвитку ринку та, насамперед того сегменту, до якого належить об'єкт, що оцінюється. Виявляються об'єкти, які є найбільш зіставлені з оцінюваними, і які бути продані нещодавно.

2) Збирається та перевіряється інформація по об'єктам-аналогам, зібрана інформація аналізується, а кожен об'єкт-аналог порівнюється з тим, що оцінюється.

3) Вносяться поправки у ціни продажу зіставлених об'єктів.

4) Вибирається метод розрахунку вартості об'єкта, виходячи з обсягу та достовірності наявної інформації.

5) Узгоджуються зіставлені скориговані ціни об'єктів-аналогів та виводиться ринкове значення вартості об'єкта.

Порівняльний (ринковий) підхід в оцінці майна містить три основних методи: метод ринку капіталу, метод угод та метод галузевих коефіцієнтів.

Метод ринку капіталу – базується на ринкових цінах подібних компаній. Передбачається, що інвестор, діючи за принципом заміщення (або альтернативної інвестиції), може інвестувати свої кошти або в ці компанії, або в ту, яка оцінюється. Цей метод базується на фінансовому аналізі компанії, що оцінюється із зіставленими компаніями.

Зіставлення цін продажу подібних об'єктів використовується лише в умовах розвинутого ринку. За цим підходом оцінна вартість визначається на рівні ціни продажу подібного нерухомого майна за формулою:

$$Ц = Ц_{\text{нм}} + \sum_{j=1}^m \cdot Ц_{\text{aj}}, \quad (4.21)$$

де $Ц$ – оцінна вартість майна, визначена шляхом зіставлення ціни продажу подібного майна (у гривнях);

$Ц_{\text{нм}}$ – ціна продажу подібного майна (у гривнях);

де $\sum_{j=1}^m$ – сума ряду від $j = 1$ до m ;

m – кількість факторів порівняння;

$Ц_{\text{aj}}$ – різниця (поправка) в ціні (+, -) продажу подібного майна стосовно того, що оцінюється, за j -м фактором порівняння.

За основу визначення оцінної вартості нерухомості шляхом зіставлення цін продажу подібного майна беруться ціни продажу тих об'єктів, які за факторами, що впливають на їх вартість, достатньою мірою збігаються з об'єктами, які оцінюються.

Визначення оцінної вартості нерухомого майна шляхом зіставлення цін продажу подібного майна передбачає зіставлення цін продажу кількох подібних об'єктів, тому кінцевий розмір оцінної вартості визначається як середнє значення для ранжованого ряду варіантів значення (без урахування найбільшого та найменшого значення) або найбільш поширене значення серед одержаних результатів.

Важливою складовою частиною оцінки за цим методом є аналіз фінансового стану підприємств (розглядається автором у наступному питанні цього розділу) та їх зіставлення. Фінансова інформація може бути отримана оцінювачем як з публікацій у періодичних виданнях, так і на основі письмового запиту або безпосередньо на підприємстві у процесі співбесіди.

Порівняльний підхід в оцінці підприємства використовує усі традиційні прийоми та методи фінансового аналізу.

Визначення ринкової вартості власного капіталу підприємства порівняльним підходом базується на використанні цінових мультиплікаторів.

Ціновий мультиплікатор – це коефіцієнт, який показує співвідношення між ринковою ціною підприємства або акцій та фінансовою базою. Фінансова база мультиплікатора є, власне, вимірювачем, який відображає фінансові результати діяльності підприємства, до яких можна віднести не лише прибуток, але й грошовий потік, дивідендні виплати, виручку від реалізації та деякі інші.

Для розрахунку мультиплікатора необхідно:

♣ визначити ціну акції за всіма компаніями, обраними за аналог, – це дасть значення чисельника у формулі;

♣ вирахувати фінансову базу (прибуток, виручку від реалізації, вартість чистих активів і т. п.) або за певний період, або станом на дату оцінки – це дасть значення знаменника.

Ціна акції береться на останню дату, яка передує даті оцінки, або вона є середнім значенням між максимальним та мінімальним розміром ціни за останній місяць.

У вигляді фінансової бази має виступати показник фінансових результатів або за останній звітний рік, або за останні 12 місяців, або середній розмір за декілька років, які передують даті оцінки.

Існує багато оціночних мультиплікаторів, які застосовуються при оцінці бізнесу. Їх можна розділити на два типи: інтервальні та моментні.

До *інтервальних мультиплікаторів* належать: ціна/прибуток; ціна/грошовий потік; ціна/дивіденди; ціна/виручка від реалізації.

До *моментних мультиплікаторів* належать: ціна/балансова вартість активів; ціна/чиста вартість активів.

Вибір найбільш прийнятних із них визначається у кожній конкретній ситуації, наприклад:

⇒ P/R (ціна/валові доходи) – застосовується, коли компанія що оцінюється та компанія, що зіставляється, мають подібні операційні витрати, наприклад, сфера послуг;

⇒ P/EBT (ціна/прибуток до оподаткування) – є переважним для зіставлення компаній, що мають різні податкові умови;

⇒ P/E (ціна/чистий прибуток) – застосовується у тому випадку, коли прибуток порівняно високий та відображає реальний економічний стан;

⇒ P/CF (ціна/грошовий потік) – прийнятний, коли компанія має порівняно низький дохід щодо амортизації;

⇒ P/BV (ціна/балансова вартість власного капіталу) – є найбільш прийнятним до тих компаній, які мають на балансі значні розміри активів, і коли є міцний зв'язок між показником балансової вартості та доходом, що генерується компанією.

Мультиплікатори ціна/прибуток та ціна/грошовий потік поширені для визначення ціни, так як інформація про прибуток компанії, що оцінюється, та компанії-аналогу є найбільш доступною.

При оцінці бізнесу для отримання більш об'єктивних даних рекомендується застосовувати декілька мультиплікаторів одночасно.

Метод угод (або метод продажів) порівняльного підходу є окремим випадком методу ринку капіталу та базується на аналізі цін купівлі-продажу контрольних пакетів акцій компаній-аналогів або аналізі цін придбання підприємства загалом. Ціна акцій приймається за результатами угод на світових фондових ринках. В основі цього методу – визначення мультиплікаторів на базі фінансового аналізу та прогнозування. Фінансовий аналіз та зіставлення показників здійснюється так само, як і в методі ринку капіталу.

Головна відмінність методу угод (продажів) від методу ринку капіталу полягає у тому, що перший визначає рівень вартості контрольного пакету акцій, який дає можливість повністю керувати підприємством, тоді як інший – визначає вартість підприємства на рівні неконтрольного пакету.

Як і в методі ринку капіталу, при використанні методу угод необхідно вносити поправки до вартості підприємства, отримані за допомогою мультиплікаторів, на не операційні активи, на надлишок (нестачу) власних коштів, на політичний ризик тощо.

При порівняльному підході в оцінці бізнесу використовують і *метод галузевих коефіцієнтів*, який полягає у тому, що на основі аналізу практики продажів бізнесу у тій чи іншій сферах бізнесу виводиться певна залежність між ціною продажу та будь-яким показником. Цей метод, зазвичай, використовується для оцінки малих компаній та має допоміжний характер. У результаті узагальнення були розроблені досить прості формули визначення вартості підприємства, що оцінюється.

Досвід західних оціночних фірм свідчить:

- рекламні агентства та бухгалтерські фірми продаються, відповідно, за 0,7 та 0,5 від річної виручки;
- ресторани та туристичні агентства – відповідно 0,25 та 0,04–01 від валової виручки;
- АЗС – 1,2–2,0 від місячної виручки;
- підприємства роздрібною торгівлі – 0,75–1,5 від суми: чистий дохід + обладнання + запаси;
- машинобудівні підприємства – 1,5–2,5 від суми: чистий дохід + запаси.

У вітчизняній практиці цей метод ще не отримав достатнього поширення через відсутність необхідної інформації, яка потребує тривалого періоду спостереження.

Заключна оцінка вартості майна може бути визначена за формулою:

$$V = \sum_{i=1}^n V_i * Z_i, \quad (4.22)$$

де V_i – оцінка вартості підприємства (бізнесу) i -тим методом (усі методи, що використовуються нумеруються);

$i = 1, \dots, n$ – множина методів оцінки, що використовуються у цьому випадку;

Z_i – ваговий коефіцієнт методу номер i .

Очевидно, що при цьому правильне виставлення коефіцієнта Z_i є одним із головних доказів високої кваліфікації та неупередженості оцінювача бізнесу.

4.6. ОЦІНКА ВАРТОСТІ ОСНОВНИХ ОБ'ЄКТІВ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Серед основних об'єктів інвестування, яким інвестори надають перевагу останнім часом, є нерухоме майно, насамперед, елітне, офісні приміщення, розташовані у центральних районах; рухоме майно – авто, інноваційне обладнання, товари в обороті тощо.

Методологічною основою **оцінки об'єктів нерухомого майна** є Національний стандарт №2 «Оцінка нерухомого майна», згідно з яким, об'єкти оцінки поділяють на земельні ділянки (їх частини), що не містять земельних поліпшень, земельні ділянки (їх частини), що містять земельні поліпшення, та земельні поліпшення. У певних випадках під час проведення оцінки земельна ділянка (її частина), що містить земельні поліпшення, може розглядатися як умовно вільна від земельних поліпшень [8].

Для оцінки нерухомого майна використовуються три загальновізанні підходи: дохідний, ринковий та порівняльний. Вибір конкретного методу залежить від обсягу наявної інформації щодо очікуваних доходів від володіння (користування).

При оцінці нерухомості на першому місці є дохідний (результатний) підхід, зміст якого полягає в тому, що доходи від володіння нерухомістю складаються з поточних та майбутніх надходжень від здавання в оренду, або доходи від можливого приросту вартості нерухомості при її реалізації в майбутньому. Кінцевий результат оцінки за дохідним підходом містить як вартість земельної ділянки, так і вартість будівель і споруд.

Основними методами дохідного підходу є – пряма капіталізація доходу та непряма капіталізація (дисконтування грошових потоків). Загальну послідовність процедур під час проведення оцінки нерухомості за дохідним підходом можна визначити таким чином, див. рис. 4.8.

Найважливішим етапом в оцінці за *методу капіталізації* доходу є визначення потенційного валового доходу (**ПВД**), який залежить від площі оцінюваного об'єкта та встановленої ставки орендної плати:

$$\text{ПВД} = S \times A \quad (4.23),$$

де S – площа приміщення, що здається в оренду, м^2 ;

A – орендна ставка за 1 м^2 .

Зазвичай, розмір орендної ставки залежить від місця знаходження об'єкта нерухомості, його фізичного стану, наявності комунікацій, терміну оренди та ін. Далі визначають передбачувані втрати при зборі платежів, або від того, що об'єкт нерухомості використаний не повністю. Пониження *потенційного валового доходу* на суму можливих втрат дає розмір *реального валового доходу (РВД)*:

$$\text{РВД} = \text{ПВД} - \text{витрати} \quad (4.24)$$

На третьому етапі обчислюють передбачувані витрати з експлуатації нерухомості. Періодичні витрати, що забезпечують його нормальне функціонування, називають *операційними витратами*, їх класифікують на:

- 1) умовно-змінні витрати (комунальні платежі, витрати з обслуговування території, оплата праці обслуговуючого персоналу та ін.);
- 2) умовно-постійні витрати (орендна плата, страхові платежі та ін.);
- 3) витрати на заміщення (наприклад, на заміну крівлі, підлоги, сантехнічного устаткування, електрообладнання тощо).

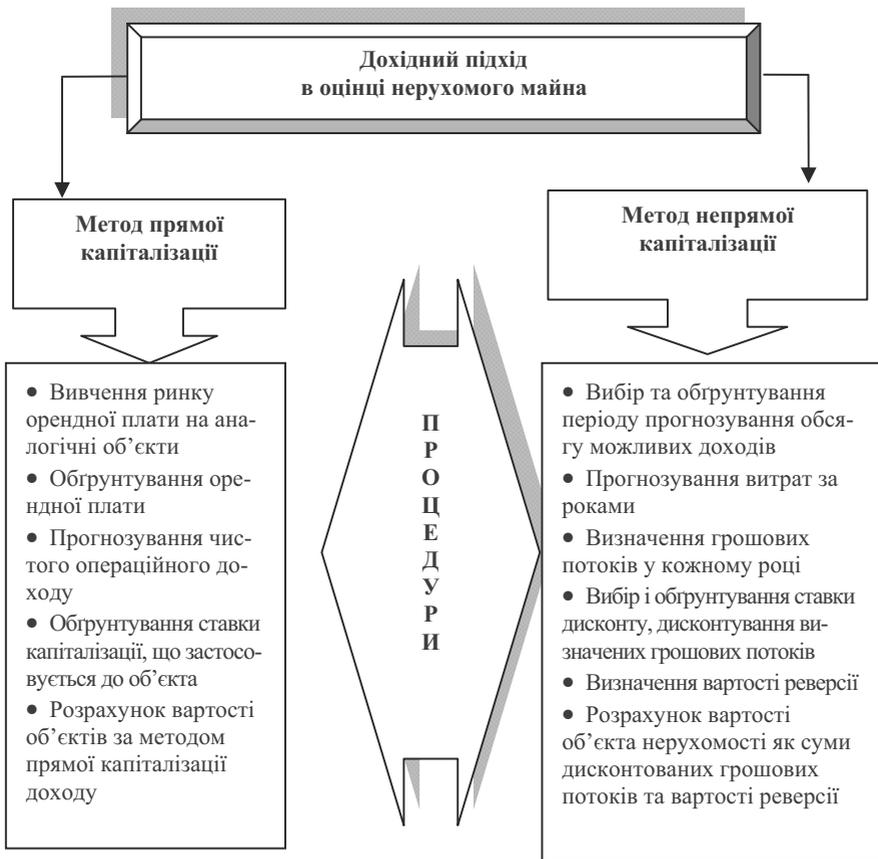


Рис. 4.8. Послідовність процедур під час проведення оцінки нерухомості за доходним підходом

На четвертому етапі встановлюють прогнозований чистий операційний дохід (*ЧОД*) шляхом пониження *РВД* на розмір операційних витрат:

$$\text{ЧОД} = \text{РВД} - \text{операційні витрати} \\ \text{(за мінусом амортизаційних відрхувань)} \quad (4.25)$$

На п'ятому етапі визначають коефіцієнт капіталізації, застосувавши такі методи: кумулятивної побудови; обчислення коефіцієнта з урахуванням відшкодування капітальних витрат; зв'язаних інвестицій, або техніку інвестиційних груп; прямої капіталізації.

На останньому (четвертому) етапі вартість нерухомого майна визначають шляхом ділення розміру прогнозованого ЧОД на коефіцієнт капіталізації:

$$B_{он} = ЧОД/К_к, \quad (4.26)$$

де $B_{он}$ – вартість об'єкта нерухомості;

$К_к$ – коефіцієнт капіталізації, долі одиниці.

Метод дисконтованих грошових потоків (*DCF*) використовують для обчислення поточної вартості тих майбутніх доходів, які будуть отримані власником, або від володіння об'єктом нерухомості, або від можливої його реалізації. Визначення обґрунтованої ринкової вартості із застосуванням методу (*DCF*) здійснюється за схемою, наведеною нами у додатку Б.

Ринковий підхід при оцінці нерухомого майна найчастіше передбачає використання методу порівняння продажів, при застосуванні якого оцінювачу необхідно врахувати таке.

Цей метод містить два основні етапи:

1) вибір об'єктів нерухомості – аналогів (не менше 3–5);

2) оцінку поправок по елементах і розрахунок скоригованої вартості.

Оцінка поправок за елементами та розрахунок скоригованої вартості здійснюються за такими компонентами:

- одиницям порівняння;
- елементам порівняння.

Використовують такі одиниці порівняння:

- ⊕ ціна за 1 м² – в ділових центрах міст і для офісів;
- ⊕ ціна за 1 лот – ідентичні формою і розміру ділянки в районах житлової і дачної забудови;
- ⊕ ціна за одиницю щільності – коефіцієнт відношення площі за будови до площі земельної ділянки;
- ⊕ ціна за 1 га – для великих масивів земель сільськогосподарського призначення, промислового та житлового будівництва тощо.

Елементами порівняння для об'єктів нерухомості є: майнові права, що надаються; умови фінансування операції (наприклад, продавцем нерухомості); умови продажів (знання цін на ринку нерухомості); місце розташування об'єкта нерухомості та його фізичні характеристики.

Розрахунок скоригованої вартості об'єкта нерухомості здійснюють обліком поправок. Поправками називають коригування, що вносяться до ціни продажів об'єкта аналога в процесі приведення його ціни до характеристик оцінюваного об'єкта. Об'єктом коригування виступає ціна продажу зіставленого об'єкта нерухомості. Виходячи з відношення до ціни об'єкта порівняння поправки класифікують на процентні та грошові (відносні або абсолютні). Вірогідну вартість об'єкта, що оцінюється, з урахуванням поправки на проведення ремонту визначають за формулою:

$$C_B = C_{анал} / S_{анал} + P_{пр} \times S, \quad (4.27)$$

де C_B – вірогідна вартість оцінюваного об'єкта;

$C_{анал}$ – ціна продажу об'єкта-аналога;

$P_{пр}$ – поправка на проведений ремонт;

$S_{анал}$ – площа аналога;

S – площа оцінюваного об'єкта.

Оцінку об'єкта нерухомості за *підходом витрат* доцільно застосовувати для нерухомого майна, ринок купівлі – продажу або оренди якого є обмеженим, спеціалізованого нерухомого майна, у тому числі нерухомих пам'яток культурної спадщини, споруд, передавальних пристроїв тощо. Для визначення ринкової вартості інших об'єктів оцінки витратний підхід застосовується у разі, коли їх заміщення або відтворення фізично можливе та (або) економічно доцільне.

Застосовування витратного підходу для проведення оцінки земельних ділянок, що містять земельні поліпшення, та земельних поліпшень, полягає у визначенні залишкової вартості заміщення (відтворення) об'єкта оцінки. Залишкова вартість заміщення (відтворення) складається із залишкової вартості заміщення (відтворення) земельних поліпшень та ринкової вартості земельної ділянки (прав, пов'язаних із земельною ділянкою) під час її існуючого використання.

У процесі оцінки будівель і споруд визначаються повна відновна вартість об'єктів нерухомості та їх залишкова (з урахуванням усіх видів зносу) вартість. При використанні ринкових цін для визначення повної відновної вартості приймається вартість, за якої на дату оцінки можна придбати нові основні фонди, аналогічні наявним на підприємстві. Якщо точно таких (ідентичних) об'єктів немає, то потрібно орієнтуватися на аналогічні об'єкти, скоригувавши, за необхідності, вартість шляхом зіставлення технічних і товарних характеристик.

Оцінку вартості земельних ділянок здійснюють за допомогою таких методів, як техніка залишку для землі; середньозваженого коефіцієнта капіталізації; порівняння продажів; капіталізації; валового рентного мультиплікатора, методика яких визначена у Законі України «Про оцінку земель» [4] та Постанові Кабінету міністрів України «Про експертну грошову оцінку земельних ділянок» [5].

Оцінку будівель і споруд проводять у такі способи: порівняльної одиниці; поелементного розрахунку (розбиття на компоненти); індексного способу оцінки.

У практиці оцінки застосовують декілька методів визначення зносу будівель і споруд, зокрема: фізичного; функціонального; зовнішнього середовища.

Фізичний знос, загалом, визначається як сума фізичного зносу окремих конструктивних елементів об'єкта, їх питомої ваги в складі будівлі. Розмір фізичного зносу будівлі визначається за формулою:

$$\Phi_{\sigma} = \sum_{i=1}^{i=n} \Phi_{ei} \times \frac{l_i}{100}, \quad (4.28)$$

де: Φ_{σ} – розмір фізичного зносу будівлі, %;

Φ_{ei} – розмір фізичного зносу окремої конструкції, технічного пристрою, %;

l_i – питома вага елементів у відновній вартості будівлі, %;

n – число окремих елементів будівлі.

Таким чином, коефіцієнт фізичного зносу визначається за формулою:

$$K_{\phi} = 1 - \Phi_{\phi} / 100, \quad (4.29)$$

де: K_{ϕ} – коефіцієнт фізичного зносу будівлі;

Φ_{ϕ} – розмір фізичного зносу будівлі, %.

Функціональний знос визначається, виходячи з втрати споживчих якостей, які вимагає ринок від аналогічних об'єктів в цьому випадку, це застаріле планування та забудова об'єкта, що не дозволяє повною мірою ефективно використовувати корисну площу. Коефіцієнт функціонального зносу будівлі визначається за формулою:

$$K_{\phi n} = 1 - \Phi_{\phi n} / 100, \quad (4.30)$$

де: $K_{\phi n}$ – коефіцієнт функціонального зносу будівлі;

$\Phi_{\phi n}$ – розмір функціонального зносу будівлі, %.

Знос зовнішнього середовища визначається, виходячи з несприятливого ринкового середовища. Він визначається за формулою:

$$K_3 = 1 - \Phi_3 / 100, \quad (4.31)$$

де: K_3 – коефіцієнт зносу зовнішнього середовища будівлі;

Φ_3 – розмір зносу зовнішнього середовища будівлі, %.

Загалом оціночна вартість об'єкта нерухомості буде визначена за формулою:

$$C = C_b * K_{\phi} * K_{\phi n} * K_3 \quad (4.32)$$

Узгодження результатів оцінки нерухомого майна, отриманих із застосуванням витратного, дохідного та порівняльного підходів, здійснюється з урахуванням мети та принципів оцінки, що є визначальними для кредитора, а також обсягів, рівня достовірності вихідних даних та іншої інформації, яка використовувалася під час проведення оцінки.

Особливе місце серед об'єктів інвестування займають *машини й устаткування*, які складають технологічну основу будь-якого підприємства, будучи істотною частиною його майнового комплексу.

З *науково-технічної точки зору*, до установок, машин і обладнання належать пристрої, що перетворюють енергію, матеріали та інформацію. З *економічної точки зору*, до установок, машин та обладнання належать всі види активної частини основних фондів, які безпосередньо впливають на предмет праці, тобто силові та робочі установки, машини та обладнання, транспортні засоби, виробничий і господарський інвентар, а в окремих випадках – і дорогий інструмент.

Під *оцінкою установок машин та обладнання* розуміють визначення вартості майже всього спектру об'єктів рухомого майна: верстатів, приладів, автомобілів, технологічних комплексів і потоків ліній, силових агрегатів, оргтехніки та інших об'єктів, які належать до рухомого майна.

При визначенні вартості установок, машин та обладнання, складної побутової техніки, необхідно враховувати міру комплектності, та відповідність вимогам стандартів, технічних умов або іншої нормативно-технічної документації, шляхом внесення відповідних поправок.

Установки, машини та обладнання рідко відтворюються у вигляді точних копій, що у багатьох випадках робить неможливим пряме визначення їх вартості відтворення. Тому, для їх оцінки більш актуальною, ніж для нерухомості, більш важкою і більш значущою за своїми наслідками є проблема визначення зносів.

У процесі оцінки установок, машин і обладнання необхідно враховувати наявність або відсутність системи гарантійного та післягарантійного (ремонтного) обслуговування, а також міру ремонтпридатності оцінюваних об'єктів у разі здійснення ремонту власними силами користувача.

Перед усіма виробниками та агентами по збуту установок, машин і обладнання (як на первинному, так і на вторинному ринках продажів) гостро стоять завдання просування товарів і розширення ринків збуту. Тому вони далеко не завжди орієнтуються на його собівартість, ціну придбання або залишкову балансову вартість при визначеній нижній межі ціни пропозиції.

Оцінку установок, машин і обладнання ускладнює накладення трьох взаємопов'язаних чинників:

- ❖ різноманітність видів, типів, моделей;
- ❖ різноманітність виробників і продавців;
- ❖ наявність на кожному підприємстві великої кількості одиниць техніки.

При цьому кожне поєднання перших двох чинників (виробника, продавця та виду техніки) породжує свою ціну пропозиції.

Попередніми етапами оцінки вартості машин, обладнання та транспортних засобів має бути оцінка експертиза, яка містить:

- 1) технічний огляд та ідентифікацію об'єкта;
- 2) аналіз прав власності на об'єкт;
- 3) аналіз обтяжень;
- 4) оцінку ліквідності;
- 5) оцінку значимості;
- 6) відбір (структурування) предметів оцінки.

Оцінка установок, машин та обладнання, як і будь-якого іншого майна, базується на використанні трьох класичних підходів: витратного, дохідного та порівняльного.

Згідно з МР 3 МКСО 2005, ці підходи іменуються таким чином:

- ❖ витратний підхід (підхід на основі амортизованих витрат заміщення МР 8 МКСО 2005);
- ❖ підхід на основі порівняння продажів;
- ❖ підхід на основі капіталізації доходу [14].

Порівняльний підхід в оцінці установок, машин та обладнання є найбільш універсальним і очевидним, а при визначенні вартості за цінами пропозиції або статистики продажів – найбільш «ринковим». Це основний підхід в оцінці машин і обладнання. У будь-якому випадку цей підхід ґрунтується на принципі заміщення, який базується на передумові, що розумний покупець (інвестор) не заплатить за оцінюване майно більше, ніж коштує його заміщення, тобто придбання на відкритому, вільному і конкурентному ринку аналогічного нового об'єкта (або об'єкта вживаного) з урахуванням поправок на фізичний і функціональний знос і економічне старіння об'єкта оцінки.

Витратний підхід до оцінки вартості ґрунтується на урахуванні тієї обставини, що при всіх розбіжностях між ціною, вартістю та собівартістю, учасники ринку, проте, співвідносять вартість і ціну з витратами виробництва і реалізації. Тому при використанні витратного підходу ринкова вартість визначається шляхом прямого або непрямого підрахунку всієї сукупності витрат, необхідних для виробництва (відтворення) відповідного об'єкта, його доставки та установки за місцем використання. Основний недолік витратного підходу, порівняно з двома іншими, – слабкий облік міри корисності об'єкта для поточного або потенціального власника.

Дохідний підхід – це спосіб оцінки обладнання, який базується на визначенні вартості майбутніх доходів від його використання. Він ґрунтується на принципі очікування, який стверджує, що типовий інвестор або покупець купує обладнання в очікуванні отримання від нього майбутніх доходів або вигод.

Одним із найпривабливіших об'єктів реального інвестування є *дорожньо-транспортні засоби (ДТЗ)*, оцінка яких чітко регламентована Методикою товарознавчої експертизи та оцінки дорожніх транспортних засобів від 24.11.2003 р., відповідно до якої при оцінці справних та укомплектованих ДТЗ *порівняльний підхід* є основним підходом до визначення ринкової вартості ДТЗ. Цей підхід ґрунтується на аналізі цін продажу (пропозицій) ДТЗ, ідентичних або подібних оцінюваному на первинному чи вторинному ринках ДТЗ, з відповідним коригуванням, що враховує відмінності між об'єктами порівняння та об'єктом оцінки і реалізується з використанням інформації з довідників, які рекомендовані методикою.

Для визначення вартості за порівняльним підходом використовуються статистично середні цінові дані ДТЗ, які були відчужені в Україні, за умов, що відповідають змісту поняття «ринкова вартість», зокрема ґрунтуються на даних відкритого ринку ДТЗ і зведені в довідниках, до яких висуваються вимоги щодо науковості, об'єктивності, об'ємності інформації.

Найбільш вірогідним методом порівняльного підходу до оцінки ДТЗ є метод, заснований на аналізі цін, ідентичних ДТЗ. За цим методом вартість визначається на базі середньої ціни продажу (пропозиції), ідентичного ДТЗ з відповідним строком експлуатації. Подальше коригування враховує різни-

цю між пробігом, комплектністю, укомплектованістю, технічним станом об'єкта порівняння та об'єкта оцінки.

Для визначення вартості обладнання (з урахуванням ремонтних робіт з його монтажу) спеціальних, спеціалізованих та переобладнаних ДТЗ допускається використання методу мультиплікаторів. За цим методом вартість визначається на базі розрахунку співвідношень вартостей встановленого обладнання аналогічних транспортних засобів з розміром визначального технічного параметра, який обумовлює вартість спеціального або спеціалізованого транспортного засобу (вантажність, потужність та ін.).

Для оцінки спеціальних, спеціалізованих ДТЗ, наприклад тракторів та комбайнів, за неможливості застосування порівняльного підходу, застосовується комбінований витратно-порівняльний підхід, заснований на використанні інформації про вартість базового ДТЗ з доданням вартості спеціального або спеціалізованого обладнання з урахуванням вартості робіт з його монтажу.

Основними *методами витратного підходу*, які використовуються для оцінки ДТЗЄ;

- ❖ калькуляція витрат на переобладнання ДТЗ;
- ❖ калькуляція витрат на відновлення пошкоджених чи розкомплектованих ДТЗ і їх складових;
- ❖ калькуляція витрат на штучне виготовлення ДТЗ;
- ❖ калькуляція витрат на демонтаж працездатних складових у разі визначення утилізаційної вартості ДТЗ.

Фізичний знос може розраховуватись у вигляді коефіцієнта фізичного зносу складових залежно від технічного стану ДТЗ, який відображає взаємозв'язок умов експлуатації і технічного стану ДТЗ з вартістю його складових.

Дохідний підхід під час оцінки відокремлених ДТЗ не використовується.

Матеріально-виробничі запаси (МВЗ) оцінюють за фактичною собівартістю. Основними завданнями при оцінці є:

- ❖ правильне і своєчасне документальне оформлення операцій і отримання достовірних даних із заготівлі, надходження і відпускання запасів;
- ❖ контроль за збереженням запасів в місцях їх зберігання на всіх етапах їх руху;
- ❖ своєчасне виявлення непотрібних і зайвих запасів з метою їх можливого продажу;
- ❖ здійснення аналізу ефективності використання запасів.

Фактичною собівартістю запасів є сума дійсних витрат на придбання, за винятком податку на додану вартість, а також інших відшкодованих податків.

Фактичними витратами на придбання МВЗ можуть бути:

- 1) суми, що сплачуються, відповідно до договору, постачальникові (продавцеві);
- 2) суми, що сплачуються організаціям за інформаційні і консультаційні послуги, пов'язані з придбанням МВЗ;
- 3) митні збори та інші платежі;
- 4) невідшкодовані податки, що сплачуються у зв'язку з придбанням одиниці запасів;
- 5) винагороди, що сплачуються посередникам;
- 6) витрати по заготівлі і доставці МВЗ до місця їх використання, у т. ч. витрати по страхуванню;
- 7) інші витрати, пов'язані з придбанням запасів.

Не вносять до фактичних витрат на придбання МВЗ загальногосподарські та інші накладні витрати, окрім витрат, безпосередньо пов'язаних із придбанням цих запасів.

Фактична собівартість запасів при їх виготовленні власне підприємством встановлюють, виходячи з фактичних витрат, пов'язаних з виробництвом цих запасів. Формування витрат на виробництво запасів здійснюють в порядку, встановленому для обчислення собівартості відповідних видів продукції.

Фактичну собівартість запасів, отриманих підприємством за договором дарування або безоплатно, а також основних засобів, що залишаються від вбуття, та іншого майна, визначають, виходячи з поточної ринкової вартості на дату оприбуткування. Під поточною ринковою вартістю розуміють суму грошових коштів, яка може бути отримана в результаті продажу зазначених оборотних активів.

Фактичною собівартістю запасів, отриманих по договорах, що передбачають виконання зобов'язань (оплату) негрошовими засобами, визнають вартість активів, які передані або підлягають передаванню підприємством. Вартість цих активів встановлюють, виходячи з ціни, за якою в порівнянних обставинах підприємство визначає вартість аналогічних активів. За неможливості встановити вартість активів, переданих або які підлягають передаванню підприємством, вартість запасів, отриманих організацією за договорах, що передбачають виконання зобов'язань (оплату) не грошовими засобами, визначають, виходячи з ціни, за якою в порівнянних обставинах набувають аналогічних запасів.

Слід мати на увазі, що фактична собівартість запасів, за якої вони були прийняті до обліку, зміні не підлягає. Організації торгівлі вправі вводити до складу витрат звернення витрати по заготівлі і доставці товарів до центральних складів (баз), вироблювані до моменту їх передавання у продаж. Товари, придбані організацією для продажу, оцінюють за вартістю їх придбання. Організаціям роздрібною торгівлі дозволено проводити оцінку придбаних товарів за продажною (роздрібною) вартістю з окремим обліком націнок (знижок).

Література для вивчення теми

1. Закон України "Про інвестиційну діяльність" від 18 вересня 1991 р.
2. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 22 травня 1997 року, №283/97 – ВР.
3. Закон України "Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні" від 12 липня 2001 року, № 2658-III
4. Закон України "Про оцінку земель" від 11 грудня 2003 року, № 1378-IV.
5. Постанова Кабінету міністрів України. "Про експертну грошову оцінку земельних ділянок" від 11 жовтня 2002 р. №
6. Постанова Кабінету Міністрів України. Про затвердження Національного стандарту №1 "Загальні засади оцінки майна та майнових прав. від 10 вересня 2003 року. № 1440
7. Постанова Кабінету Міністрів України Про затвердження Методики оцінки майна. від 10 грудня 2003 р. № 1891.
8. Постанова КМУ Про затвердження Національного стандарту № 2 «Оцінка нерухомого майна». від 28 жовтня 2004 р. №1442.
9. Постанова КМУ Про затвердження Національного стандарту № 3, «Оцінка цілісних майнових комплексів» від 29 листопада 2006 р., №1655
10. Постанова КМУ Про затвердження Національного стандарту № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності». від 3 жовтня 2007 р., № 1185.
11. Наказ Міністерства фінансів України Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 7 «Основні засоби». № 92, від 27.04.2000 р.
12. Наказ Державного комітету статистики України Про затвердження змін та доповнень до форми державного статистичного спостереження зі статистики капітальних інвестицій та Інструкції щодо її складання. від 19.08.2004. № 487
13. Наказ ФДМ України Про затвердження Методики товарознавчої експертизи та оцінки дорожніх транспортних засобів. від 24.11.2003, № 142/5/2092.
14. Международные стандарты оценки (МСО 2005). 7-е изд. / Пер. с англ. И. Артеменкова, Н. Павлова. М.: Российское общество оценщиков, 2005 г.

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми:

1. Визначте характерні ознаки реальних інвестицій.
2. Назвіть основні об'єкти реальних інвестицій.
3. Визначте критерії, за якими відбираються об'єкти для реальних інвестицій.
4. Охарактеризуйте стадії кругообігу реальних інвестицій.
5. За якими ознаками класифікують реальні інвестиції.

6. Охарактеризуйте основні показники ефективності використання основних та обігових фондів.
7. Охарактеризуйте стан ринку реальних інвестицій в Україні.
8. Охарактеризуйте стан ринку нерухомості в Україні.
9. Визначте, за якими принципами здійснюється оцінка об'єктів реального інвестування.
10. Визначте фактори, що впливають на оцінку об'єктів нерухомості.
11. Що таке мультиплікатор валових рентних платежів?
12. Охарактеризуйте зміст методу капіталізації в оцінці нерухомості.
13. Що таке коефіцієнт капіталізації і як він визначається?
14. Охарактеризуйте зміст методу відшкодування капіталу.
15. Що передбачає прямолінійне повернення капіталу; повернення капіталу по фонду відшкодування за ставкою доходу на інвестиції; повернення капіталу по фонду відшкодування за безризикової ставки доходу на інвестиції?
16. Визначте особливості оцінки нерухомого майна.
17. Визначте особливості оцінки рухомого майна.
18. Визначте особливості оцінки матеріально-виробничих запасів.

ТЕМА 5. ІННОВАЦІЇ ЯК ОБ'ЄКТ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

5.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІННОВАЦІЙ ТА ІННОВАЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ

Основною формою реальних інвестицій є *інноваційні інвестиції*, які реалізуються у процесі інноваційної діяльності підприємства.

Згідно з Законом України «Про інноваційну діяльність» [4], *інновації* – це новостворені або вдосконалені конкурентноздатні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва та соціальної сфери.

Інновації класифікують за різними ознаками, див. табл. 5.1.

Таблиця 5.1.

Класифікація інновацій

| Ознака класифікації | Види інновацій |
|--|---|
| За результатами | Наукові, технічні, конструкторські, виробничі, інформаційні |
| За темпами впровадження | Стрибкоподібні, швидкі, зростаючі, уповільнені, затухаючі |
| За масштабами | Глобальні, транснаціональні, регіональні, місцеві |
| За результативністю | Зростаючі, високі, низькі, стабільні |
| За характером ефективності | Фінансові, бюджетні, економічні, соціальні |
| За розповсюдженням | Одиничні, дифузійні |
| За охопленням очікуваної частини ринку | Локальні, системні, стратегічні |
| За глибиною внесених змін | Радикальні (базові), покращуючі, модифікаційні |
| За місцем у виробничому процесі | Сировинні, технологічні, продуктові |

Крім того, залежно від конкретної мети інвестора розрізняють такі типи інновацій:

- ❖ *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.

Інновації можна також розглядати і як вкладення інвестиційного капіталу в *нововведення*, які призводять до кількісних або якісних змін в підприємницькій діяльності. Інноваціям передують науково-виробнича діяльність, пов'язана з появою нововведення. Ідея нововведення може бути зароджена як інтенція, ініціація або дифузія інновацій.

Інтенція – це ідея, пропозиція або проект, які після опрацювання перетворюються в інновацію.

Ініціація – це рекомендації щодо удосконалення науково-технічної, організаційної, виробничої або комерційної діяльності, метою яких є початок інноваційного процесу або його розвиток.

Дифузія – це процес передавання нововведення комунікаційними каналами між членами соціальної системи в часі. Нововведеннями можуть виступати ідеї, технології тощо, які є новими для суб'єкта господарювання. Це означає, що дифузія інновації – це розповсюдження вже одного разу освоєної і впровадженої інновації у нових умовах.

У реальних інноваційних процесах швидкість дифузії нововведення залежить від таких факторів, як: спосіб передавання інформації; форми прийняття рішення; властивості соціальної системи; властивості самого нововведення.

Підготовка, обґрунтування, освоєння та контроль за впровадженням нововведення є інноваційною діяльністю.

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

- випуск та розповсюдження нових видів техніки та технологій;
- прогресивні міжгалузеві структурні зрушення;
- реалізацію довгострокових науково-технічних програм з великими термінами окупності витрат;
- фінансування фундаментальних досліджень для здійснення якісних змін у стані виробничих сил країни;
- розробку і впровадження нових ресурсозберігаючих технологій, спрямованих на покращення соціального стану населення, екологічної ситуації тощо.

Інноваційна діяльність на підприємстві може здійснюватися у трьох видах, див. рис. 5.1.:

- ❖ впровадження нових виробів і технологій, які не є результатом власних розробок;
- ❖ виділена участь в інноваційній діяльності;
- ❖ спеціалізована діяльність підприємства як новатора.

У випадку, коли інноваційна діяльність підприємства здійснюється у вигляді виділеної участі, або спеціалізованої участі підприємства як новатора, така діяльність складається з інноваційного процесу, який охоплює весь комплекс відносин виробництва та споживання та є періодом від зародження ідеї до її комерційної реалізації, див. рис. 5.2.

Інноваційний процес у різних сферах діяльності внаслідок розвитку науково-технічного прогресу може проходити різні, щодо тривалості та витрат, етапи. У виробничому (інвестиційному) середовищі цей процес проходить такі стадії:

- 1) сертифікація (патентування) ідеї;
- 2) наукове і техніко-економічне обґрунтування нового продукту або технології;
- 3) експериментальне освоєння зразків;
- 4) доведення до промислового виробництва;
- 5) одержання нового продукту у необхідному обсязі для його комерціалізації.

Враховуючи ці стадії, розрізняють три форми інноваційного процесу:

- простий внутрішньо організаційний (натуральний);
- простий міжорганізаційний (товарний);
- розширений.

Простий внутрішньо організаційний інноваційний процес – це процес створення і використання нововведення у межах однієї організації.

Простий міжорганізаційний інноваційний процес передбачає відокремлення функцій створення і виробництва нововведення від функції його споживання. Це означає, що воно стає предметом купівлі – продажу.

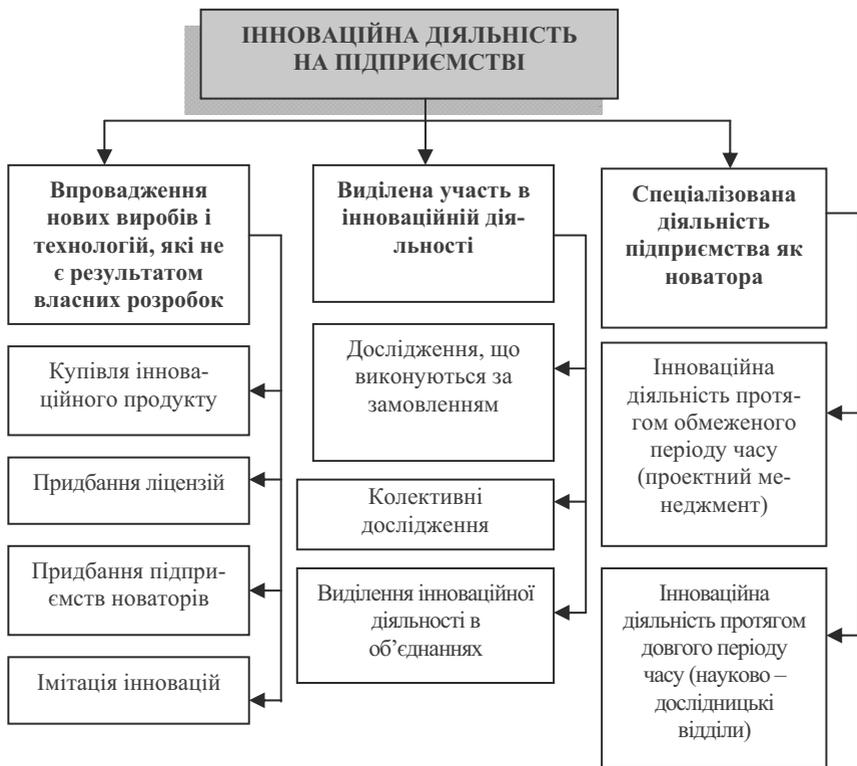


Рис. 5.1. Види інноваційної діяльності на підприємстві

Розширений інноваційний процес знаходить своє відображення в появі нових виробників нововведення, у порушенні монополії виробника-початківця, що сприяє за допомогою взаємної конкуренції удосконаленню споживчих якостей товару.

Сьогодні в Україні головними напрямками розвитку інноваційного розвитку є:

- ◆ підвищення ролі наукових та технологічних факторів у подоланні кризових явищ у соціально-економічному розвитку України;
- ◆ створення ефективних механізмів збереження, розвитку та ефективного використання національного науково-технологічного потенціалу;
- ◆ технологічне переобладнання і структурна перебудова виробництва з метою нарощування випуску товарів, конкурентоспроможних на світовому та внутрішньому ринках;
- ◆ збільшення експортного потенціалу за рахунок наукоємких галузей виробництва, зменшення залежності економіки від імпорту;

- ◆ організаційне введення інноваційних факторів до процесу соціально-економічного розвитку держави;
- ◆ відродження творчої діяльності винахідників та раціоналізаторів виробництва;
- ◆ розвиток людини як особистості, збереження та захист її здоров'я.

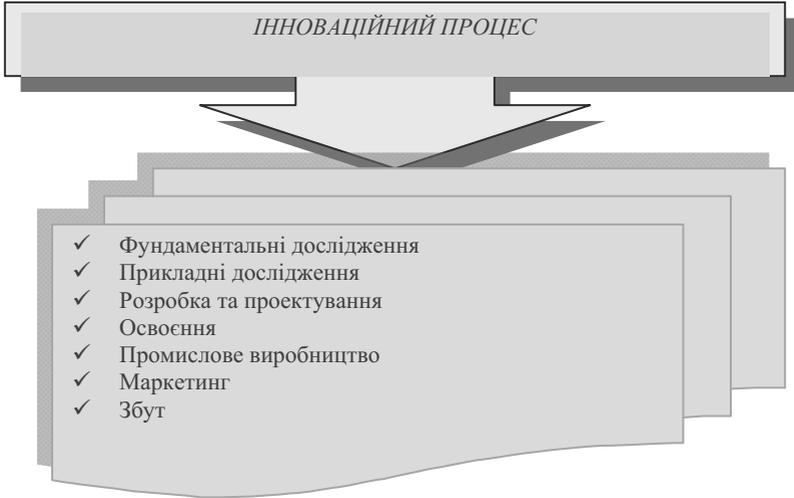


Рис. 5.2. Модель інноваційного процесу

5.2. ОБ'ЄКТИ ТА СУБ'ЄКТИ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Інноваційна діяльність містить процес доведення наукової ідеї або технічного винаходу до стадії практичного використання, що приносить дохід, а також прив'язані з цим процесом техніко-економічні та інші зміни у соціальному середовищі. У зв'язку з цим, *об'єктами інноваційної діяльності* є:

- інноваційні програми та 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 та якість виробництва і соціальної сфери;
- сировинні ресурси, засоби їх видобування і переробки;
- товарна продукція;
- механізми формування споживчого ринку і збуту товарної продукції.

Найчастіше об'єкти інноваційної діяльності мають форму *інноваційного проекту* – це комплекс документів, що визначає процедуру і комплекс усіх необхідних заходів (у тому числі інвестиційних) щодо створення і реалізації інноваційного продукту або інноваційної продукції. 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 проект, зазвичай, містить таку інформацію:

- *загальну інформація про проект*: пріоритетні напрями; назву проекту, його зміст (повний і короткий); стрижневі слова; дані про заявника проекту;
- *науково-технічну характеристику проекту*: міру новизни; рівень технології; міру захищеності;
- *місце реалізації проекту і основні ринки збуту*;
- *строки реалізації проекту і його основних етапів*;
- *об'єми та інші фінансові показники проекту*;
- *ефективність проекту*: економічна, екологічна, бюджетна, соціальна.

Усі інноваційні проекти мають пройти державну реєстрацію, яку здійснює за поданням суб'єктів інноваційної діяльності спеціально уповноважений центральний орган виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності. Цей орган веде Державний реєстр інноваційних проектів. Необхідною умовою занесення проекту до Державного реєстру інноваційних проектів є його кваліфікування.

Проекти, визнані за результатами експертизи інноваційними, заносяться спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності до Державного реєстру інноваційних проектів. Інноваційні проекти з пріоритетних напрямів інноваційної діяльності, затверджених Верховною Радою України, визнаються *пріоритетними інноваційними проектами*.

Результатом виконання інноваційного проекту та науково-дослідною та дослідно-конструкторською розробкою нової технології (у тому числі – інформаційної) чи продукції з виготовленням експериментального зразка чи дослідної партії є *інноваційний продукт*, який має відповідати 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. При цьому використаний об'єкт інтелектуальної власності має бути визначальним для цього продукту;

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

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

Об'єктом інноваційної діяльності може бути і *інноваційна продукція* – це нові конкурентноздатні товари чи послуги. Інноваційною вона може бути визнана, якщо 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 конкурентноздатною і має суттєво вищі техніко-економічні показники.

Інноваційна продукція може бути результатом тиражування чи застосування інноваційного продукту, крім того, інноваційною продукцією може бути визнано інноваційний продукт, якщо він не призначений для тиражування.

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

За характером діяльності та змістом інноваційної діяльності усі суб'єкти поділяють на три групи, див. рис. 5.3.

Активну участь в інноваційному процесі беруть державні органи управління. Вони визначають правові, економічні та організаційні засади державного регулювання інноваційної діяльності в Україні, а також встановлюють форми стимулювання інноваційних процесів, спрямованих на підтримку розвитку економіки України інноваційним шляхом. Зокрема:

Верховна Рада України визначає єдину державну політику у сфері інноваційної діяльності, а саме: створює законодавчу базу для сфери інноваційної діяльності; затверджує пріоритетні напрями інноваційної діяльності як окрему загальнодержавну програму або у складі Програми діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавних програм економічного, науково-технічного, соціального розвитку, охорони довкілля; в межах Державного бюджету України визначає обсяг асигнувань для фінансової підтримки інноваційної діяльності.

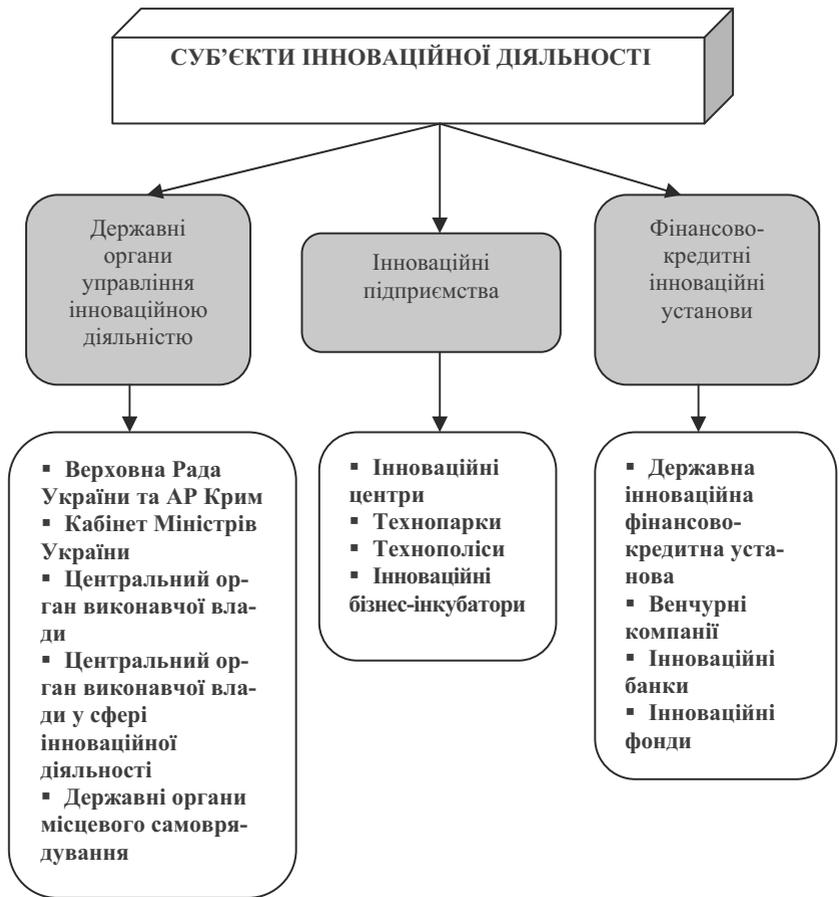


Рис. 5.3. Суб'єкти інноваційної діяльності

▪ *Верховна Рада Автономної Республіки Крим, обласні і районні ради відповідно до їх компетенції:* затверджують регіональні інноваційні програми, що кредитуються з бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів; визначають кошти бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів для фінансової підтримки регіональних інноваційних програм і доручають Раді міністрів Автономної Республіки Крим, делегують повноваження обласним і районним державним адміністраціям фінансування регіональних інноваційних програм через державні інноваційні фінансово-кредитні установи (їх регіональні відділення) у межах виділених з цих бюджетів коштів; контролюють фінансування регіона-

льних інноваційних програм за кошти бюджету Автономної Республіки Крим, обласних і районних бюджетів.

▪ *Кабінет Міністрів України*: здійснює державне управління та забезпечує реалізацію державної політики у сфері інноваційної діяльності; готує та подає Верховній Раді України пропозиції щодо пріоритетних напрямів інноваційної діяльності як окрему загальнодержавну програму або в рамках Програми діяльності Кабінету Міністрів України, загальнодержавних програм економічного, науково-технічного, соціального, національно-культурного розвитку, охорони довкілля; здійснює заходи щодо реалізації пріоритетних напрямів інноваційної діяльності; сприяє створенню ефективної інфраструктури у сфері інноваційної діяльності; створює спеціалізовані державні інноваційні фінансово-кредитні установи для фінансової підтримки інноваційних програм і проєктів, затверджує їх статuti чи положення про них, підпорядковує ці установи спеціально уповноваженому центральному органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності; затверджує положення про порядок державної реєстрації інноваційних проєктів і ведення Державного реєстру інноваційних проєктів.

▪ *Центральні органи виконавчої влади*: здійснюють підготовку пропозицій щодо реалізації інноваційної політики у відповідній галузі економіки, створюють організаційно-економічні механізми підтримки її реалізації; доручають державним інноваційним фінансово-кредитним установам здійснення конкурсного відбору пріоритетних інноваційних проєктів із пріоритетних галузевих напрямів інноваційної діяльності і здійснення фінансової підтримки цих проєктів у межах коштів, передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

▪ *Спеціально уповноважений центральний орган виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності*, який здійснює заходи щодо проведення єдиної науково-технічної та інноваційної політики. Таким органом є *Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій України)*.

Відповідно до покладених на нього завдань, Держінвестицій України: готує і подає Кабінету Міністрів України пропозиції щодо пріоритетних напрямів інноваційної діяльності, державних інноваційних програм і щодо необхідних обсягів бюджетних коштів для їх кредитування; координує роботу у сфері інноваційної діяльності інших центральних органів виконавчої влади; здійснює державну реєстрацію інноваційних проєктів і веде Державний реєстр інноваційних проєктів; готує і подає Кабінету Міністрів України пропозиції щодо створення спеціалізованих державних інноваційних фінансово-кредитних установ для фінансової підтримки інноваційних програм і проєктів, розробляє статuti чи положення про ці установи; затверджує порядок формування та використання коштів підпорядкованих йому спеціалізованих державних інноваційних фінансово-кредитних установ і контролює їх діяльність; доручає державним інноваційним фінансово-кредитним уста-

новам здійснення конкурсного відбору пріоритетних інноваційних проєктів і здійснення фінансової підтримки цих проєктів у межах коштів, передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік; організовує підвищення кваліфікації спеціалістів у сфері інноваційної діяльності.

▪ *Представницькі органи місцевого самоврядування – сільські, селищні, міські ради відповідно до їх компетенції*: затверджують місцеві інноваційні програми; у межах коштів бюджету розвитку визначають кошти місцевих бюджетів для фінансової підтримки місцевих інноваційних програм; створюють комунальні інноваційні фінансово-кредитні установи для фінансової підтримки місцевих інноваційних програм за кошти місцевих бюджетів, затверджують їх статuti чи положення про них, підпорядковують їх своїм виконавчим органам.

▪ *Виконавчі органи місцевого самоврядування відповідно до їх компетенції*: розробляють проєкти місцевих інноваційних програм і подають їх для затвердження відповідним місцевим радам; вживають заходів щодо виконання місцевих інноваційних програм; залучають підприємства, установи і організації, розташовані на підпорядкованій їм території, за їх згодою, до розв'язання проблем інноваційного розвитку населених пунктів; доручають державним інноваційним фінансово-кредитним установам (їх регіональним відділенням) або комунальним інноваційним фінансово-кредитним установам проведення конкурсного відбору інноваційних проєктів місцевих інноваційних програм і здійснення фінансової підтримки цих проєктів у межах коштів, передбачених у відповідному місцевому бюджеті.

Основним суб'єктом інноваційної діяльності є *інноваційне підприємство* – це підприємство (об'єднання підприємств) будь-якої форми власності, якщо більше 70 % обсягу його продукції (у грошовому вимірі) за звітний податковий період становлять інноваційні продукти та (або) інноваційна продукція. Інноваційне підприємство може функціонувати у вигляді технополісу, технопарку, інноваційного центру, бізнес-інкубатора тощо.

Інноваційні підприємства розрізняються переважно цілями проєктів і місцевою специфікою їх реалізації. *Метою їх створення* є інтенсифікація процесу розробки і впровадження у виробництво новітніх техніки та технологій, підготовка висококваліфікованих кадрів.

З метою створення та широкого застосування конкурентноспроможних на світовому ринку нових технологій та наукової продукції, посилення впливу інноваційних чинників на структурну переорієнтацію економіки Кабінет Міністрів України прийняв постанову «Про затвердження Положення про порядок створення та функціонування технопарків та інноваційних структур інших типів»[6].

Цим документом визначено, що *інноваційною структурою* є юридична особа будь-якої організаційно-правової форми, створена відповідно до законодавства, або група юридичних і фізичних осіб, яка діє на основі договору про спільну діяльність, з визначеними галуззю діяльності та типом

функціонування, орієнтованим на створення та впровадження та наукоємкої конкурентноспроможної продукції.

Найдосконалішими формами інноваційних структур системи «наука – виробництво – соціальна сфера» є технополіси та технопарки. Створенню яких у розвинених країнах останніми десятиліттями надається виняткове значення.

Технополіс – це науково-промисловий комплекс, створений для виробництва нової прогресивної продукції або розроблення нових наукоємких технологій на базі тісних відносин з університетами і науково-технічними центрами. У ньому поєднуються наука, техніка і підприємництво, здійснюється тісне співробітництво між академічною наукою, підприємцями, місцевими і центральними органами влади.

Функцією технополісу є максимальне використання унікального науково-виробничого та трудового потенціалу великого міста, його зручного економіко-географічного положення через формування життєво важливої для інноваційної діяльності інфраструктури.

Основою технополісу є його науково-дослідний комплекс. Він готує радикальні прориви в технології на основі фундаментальних наукових досліджень міжгалузевого характеру, які визначають перспективи розміщених у ньому виробництв.

Технополіси істотно різняться за масштабами, структурою та обсягом послуг, які надаються, за рівнем наукомісткості, складом учасників. До складу технополісів можуть входити:

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

Технополіс характеризує гнучкість для формування нових структур, перерозподілу ресурсів, утворення нових суб'єктів наукової, науково-технічної та промислової діяльності. Науково-дослідні, промислові та інші організації в ньому самоорганізуються на основі спільної інфраструктури та інформаційної мережі, певної спеціалізації, а роль органів управління обмежується створенням базової інфраструктури, вирішенням різних організаційних питань, стимулювання науково-дослідної діяльності та сприятливого економічного клімату.

Зазвичай технополіси створюються в місцях розташування найбільших співтовариств учених та університетів; поряд із найбільшими промисловими компаніями і в місцях концентрації висококваліфікованих фахівців; на перетині найбільших авто- і повітряних шляхів; у місцях із сприятливими

природними та кліматичними умовами, високим культурним рівнем населення.

Створення технополісів охоплює тривалий інтервал часу і відбувається в 4 етапи:

1-й – підготовчий, він займає близько 5 років;

2-й – етап створення базової інфраструктури технополіса, що розтягується на 15–20 років;

3-й – етап розвитку технополіса з тривалістю від 10 до 20 років;

4-й – так званий комерційний етап, на якому напрями наукомісткого технологічного процесу, що реалізуються технополісом, починають давати комерційну віддачу. Цей етап завершує створення і розвиток технополіса з визначеною для нього спеціалізацією.

Ключовими факторами успішного розвитку технополіса можна вважати розроблення радикального плану його формування, створення критичної маси талановитих вчених, інженерів і підприємців, наявність тісних зв'язків академічної науки, промисловості та органів влади, широке залучення ризикового капіталу та інших фінансових ресурсів.

Світовий досвід свідчить, що одним з найефективніших шляхів державної підтримки високотехнологічних, наукомістких, екологічно чистих виробництв є створення регіональних *науково-технологічних парків*.

Науково-технологічні парки, або технопарки, складають організаційну основу інноваційних процесів, відіграють важливу роль у перенесенні високих технологій із галузі фундаментальних розробок у виробництво і сприяють комерціалізації науки, позитивним структурним зрушенням в економіці, росту конкурентоспроможності продукції на світовому ринку.

Технопаркові структури – найдоступніша форма комерційної реалізації науково-технічної розробки в країнах розвиненої ринкової економіки. Автор нової ідеї входить до складу технопарку з метою розвитку власного венчурного бізнесу.

Перший технопарк з'явився в США в 1949 р. на базі Стенфордського університету (штат Каліфорнія). Ідея була проста: здати ділянку університетської землі в оренду компаніям для розміщення там їхніх науководослідних підрозділів, що об'єднувалися в комплекс для розробок у сферах передових технологій з університетськими лабораторіями і дослідними групами.

Технопарк створюється для розвитку наукомістких технологій, наукомістких фірм. Це своєрідна фабрика з виробництва середніх і малих ризикових інноваційних підприємств. Одна з найважливіших функцій технопарку – постійне формування нового бізнесу і його підтримка. Проте технопарк має власну, відмінну від інших парків організаційно-функціональну структуру.

Науково-технологічний парк – це комплекс дослідних інститутів, лабораторій, дослідних заводів, створюваних на задалегідь підготовлених

територіях навколо великих університетів з розвинутою інфраструктурою (лабораторні корпуси, виробничі приміщення багатоцільового призначення, інформаційно-обчислювальні центри колективного користування, системи транспортних та інших комунікацій, магазини, житлові приміщення) [13, С. 116-117].

В основу створення технопарків покладені такі **принципи**:

- координація діяльності та співробітництво таких головних ланок, як наука, вища школа, державний сектор виробництва, приватні компанії, місцеві та регіональні органи управління;
- підтримка малого наукомісткого бізнесу;
- концентрація і використання ризикового капіталу.

Діяльність технопарку базується на повному використанні існуючих ресурсів для найкращого забезпечення діяльності дрібних венчурних (ризикованих) фірм, які входять до його складу.

Основою ієрархічної будови технопаркових структур є **модульний принцип**.

Головним елементом, який використовується при їх будівництві, є інкубатор. Технопарк є сукупністю таких центрів, кожен з яких реалізує спеціалізований набір інноваційних послуг. Сукупність технопарків, інкубаторів і комплекс різноманітних структур, які забезпечують життя міста, утворюють технополіс. Регіони науки та технології можуть містити технополіси, технопарки та інкубаторії, а також розгалужену інфраструктуру, яка підтримує наукову та виробничу діяльність.

Ефективність технопарків значною мірою зумовлена тісними зв'язками з дослідницькими закладами.

Створюючи сприятливі умови для підприємницької діяльності у сфері наукомістких технологій і високотехнологічної продукції, технопарки стають необхідною ланкою між наукою і виробництвом, забезпечують безперервність процесу відтворення нововведень: їх генерування, доведення до «товарного» вигляду, впровадження у виробництво. Технопарки – інструмент активної селективної регіональної політики, що використовується для прискорення соціально-економічного розвитку регіонів, технологічного оновлення виробництва, відродження і стимулювання підприємницької діяльності.

Одним з найважливіших елементів функціонування технополісів і технопарків є **трансфертна технологія** (від «трансферт» – переносити, передавати). Мета її полягає в максимальному наближенні науки і виробництва, освоєнні ринку наукомісткої продукції. Вона пов'язана з «комерціалізацією» наукових досліджень, забезпеченням швидкого й ефективного впровадження їх результатів у практику, реальним впливом їх на підвищення попиту на продукцію, яка виробляється тут, в технополісах і технопарках, промисловими фірмами.

Крім того, розвиток трансфертної технології дає можливість університетам, академічним та іншим дослідним інститутам продавати результати своєї діяльності і, тим самим, отримувати засоби для заохочення наукових працівників і свого подальшого розвитку, сприяє модернізації їх матеріально-технічної бази і підвищенню рівня наукових досліджень), дозволяє апробувати результати наукової діяльності, оперативно усувати недоліки, працювати у тісному контакті з практиками і тому точніше враховувати їх вимоги, а також краще орієнтуватися в кон'юнктурі ринку.

Промисловим підприємствам і фірмам використання трансфертної технології допомагає створювати конкурентоспроможну продукцію на основі новітніх технологій; вливатися в наукові дослідження, що проводяться університетами і науково-дослідними інститутами; співпрацювати з ученими, користуватися їх консультаціями, а також дослідною базою наукових організацій. Основними *напрямами розвитку трансфертної технології* є:

- ❖ проведення університетами і науково-дослідними інститутами на замовлення компаній досліджень, орієнтованих на створення нових зразків техніки і технологій;
- ❖ співробітництво університетів і науково-дослідних інститутів з інноваційними фірмами, що виявляється у спільній науковій діяльності та передаванні компаніям перспективних ідей і розробок для реалізації;
- ❖ маркетингові консультації з нової продукції, нових технологій і виробничих процесів;
- ❖ підготовка за допомогою університетів та інших вищих технічних закладів висококваліфікованих працівників для конкретних наукомістких виробництв, організація курсів підвищення кваліфікації та семінарів для співробітників високотехнологічних фірм, менеджерів, спеціалістів з маркетингу в сфері наукомісткої продукції і високих технологій.

Трансфертна діяльність безпосередньо пов'язана з розвитком наукомістких виробництв, впровадженням новітніх наукових досягнень, створенням нових зразків продукції і підвищенням техніко-технологічного рівня підприємств. Тим самим вона сприяє становленню якісно нової економіки, що функціонує на базі високих технологій – економіки ХХІ ст.

Трансфертна діяльність також стимулює маркетингову і управлінську, адже орієнтується на постійне вивчення змін ринкової кон'юнктури, прогнозування пріоритетних тенденцій соціально-економічного розвитку і пошуку організаційних, фінансових, техніко-технологічних та інших механізмів освоєння ринку наукомісткої продукції. Отже, саме у трансфертній технології найповніше визначається сутність діяльності як технополісів, так і технопарків.

Одним із потенційно найефективніших економічних засобів прискореного впровадження інновації та економічного розвитку вважають *бізнес-інкубатори*.

Головне призначення бізнес-інкубатора – першочергова підтримка малого (переважно інноваційного) підприємництва. Вченим, інженерам, винахідникам, що виявили бажання організувати власний бізнес, надається в інкубаторі пільговий доступ до всього необхідного для здійснення своїх ідей.

Фірми – «початківці», зазвичай, зазнають банкрутства через незнання потенційного ринку запропонованих ними послуг, низьку управлінську кваліфікацію співробітників, нестачу первинного капіталу. Майже всі перераховані проблеми вирішуються бізнес-інкубаторами.

Фірми, що створюються, проходять через бізнес-інкубатор ряд етапів:

- відбір нового клієнта з числа претендентів;
- перший рік роботи (надання юридичної, фінансової, технічної допомоги на пільгових умовах);
- другий і третій роки – становлення і зростання фірми, збільшення кількості її працівників (скорочується допомога, умови діяльності наближаються до тих, які існують у «зовнішньому середовищі»);
- вихід фірми з бізнес-інкубатора (бізнес-інкубатор надає допомогу при розміщенні підприємства на новому місці).

Бізнес-інкубатор здає в оренду офісне устаткування і виробничі приміщення на вигідних для підприємств умовах, надає різноманітні офісні послуги, наприклад, можливість користуватися електронним обладнанням (персональними комп'ютерами, копіювальними машинами, телефаксами тощо), канцелярськими послугами.

Технічна допомога складається з проведення інженерних розробок продукту та технологій, маркетингова – підбір спеціалізованої літератури про продукт і ринки збуту, сприяння реалізації рекламного обслуговування тощо.

Консультації з менеджменту містять аналіз грошових надходжень, податків, огляд і роз'яснення офіційних фінансових документів, юридичну допомогу при реєстрації фірми й організаційно-фінансову підтримку (пошук і рекомендація потенційного інвестора, складання бізнес-плану тощо).

Створення бізнес-інкубаторів дозволяє підвищити рівень передавання інформації діючим виробництвам. Додаткове пропонування необхідної технологічної та організаційно-господарської інформації спроможне прискорити процеси структурного перетворення, стимулюючи створення нових виробництв.

Інкубатори, зазвичай, забезпечують себе на засадах самофінансування. Відомо, що вони бувають трьох типів:

- 1) *безприбуткові* – ті, що працюють із залученням коштів місцевих органів влади, які зацікавлені у створенні робочих місць та економічному розвитку регіону;

2) *прибуткові* – ті, що не надають пільги при здаванні в оренду свого майна (орендарям пропонується широке коло різноманітних послуг, однак сплачують вони тільки ті із них, якими реально скористалися);

3) *бізнес-інкубатори при вищих навчальних закладах* надають ефективну підтримку підприємствам: необхідні консультації науковців, дослідну та лабораторну базу, обчислювальну техніку, можливість підвищити рівень своїх знань через спілкування з викладачами та користування бібліотекою. Завдяки такій підтримці підприємства опановують високотехнологічну продукцію або займаються комерціалізацією інноваційної продукції, яка розроблена вченими закладу.

В Україні вже створені бізнес-інкубатори при окремих вищих навчальних закладах, а також за ініціативою деяких місцевих органів влади (або за підтримки урядових програм іноземних країн). Так, за ініціативою міської держадміністрації для підтримки інноваційної діяльності в столиці створений Київський інноваційний інкубатор (КІБІН), до складу якого входять: безпосередньо бізнес-інкубатор як орган управління; координаційні органи для забезпечення співробітництва з місцевими органами влади; самостійні центри, які забезпечують обслуговування інкубованих фірм; інкубовані фірми. У Івано-Франківську в 1996 р. створений Українсько-канадський бізнес-центр, який здійснює головні функції бізнес-інкубатора. Інноваційні бізнес-інкубатори діють при державному університеті «Львівська політехніка», Харківському державному політехнічному університеті, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана».

Активними учасниками інноваційної діяльності є *венчурні (ризикові) компанії*. Це підприємства, діяльність яких спрямована на наукові дослідження, впровадження нововведень та фінансування інноваційних проектів. Діяльність венчурних компаній пов'язана з дуже високою мірою ризику, але таке підприємство має значні переваги:

- можливість вільної науково-технічної творчості;
- наявність стійкого положення на інвестиційному ринку;
- можливість швидкого збагачення. Такі компанії обіцяють по своїх акціях (сплачують) достатньо високі дивіденди;
- можливість швидкої переорієнтації на інші напрями дослідницької діяльності;
- вузька спеціалізація, конкуренція фінансових та матеріальних ресурсів на обраному напрямку досліджень.

Перевагою венчурних підприємств є, з одного боку, вузька спеціалізація, концентрація матеріально-технічних та фінансових ресурсів на обраному напрямку дослідження, а з іншого, – можливість швидкої переорієнтації на інші напрями діяльності.

Основним критерієм класифікації венчурного підприємництва є джерело інвестування. В зв'язку з цим, основними організаційними формами венчурного підприємництва є:

- ◆ *внутрішні венчурні фірми*, які створюються у вигляді науково-дослідних відділів при великих промислових корпораціях;
- ◆ *незалежні венчурні фірми*, які організуються у вигляді акціонерних товариств, та працюють за рахунок коштів приватних та інституційних інвесторів;
- ◆ *впроваджувальні компанії*, які створюються однією чи кількома великими корпораціями у вигляді науково-дослідних консорціумів і працюють за замовленням засновників;
- ◆ *зовнішні венчурні фірми*, що фінансуються інвестиційними фондами, компаніями, трастами. Мета таких фірм – акумулювання венчурного капіталу у великих обсягах та фінансування спеціалізованих інноваційних (ризикових) проектів.

Усі венчурні фірми найчастіше обслуговують дві перші стадії інноваційного процесу – народження або пошук ідеї і техніко-економічне обґрунтування проекту. Більші фірми можуть також виготовляти дослідні зразки та вивчати ринки збуту.

5.3. КРИТЕРІЇ ОЦІНКИ ІННОВАЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ ПІДПРИЄМСТВ

Інноваційний проект, ефективний для підприємства певної галузі чи регіону, може виявитися непридатним для інших через об'єктивні та суб'єктивні причини, наприклад, умови розміщення, рівень компетентності персоналу, політичну волю місцевої влади та населення тощо.

На практиці оцінка інноваційних проектів суб'єктів господарювання проводиться на основі критеріїв, що враховують основні фактори впливу на їх ефективність, рис. 5.4.

Науково-технічні критерії враховують:

- перспективи впровадження науково-технічних рішень;
- патентну чистоту продукції і патентоспроможність технічних рішень, що використовуються;
- перспективність застосування очікуваних результатів у майбутніх розробках.

До *виробничих критеріїв* належать: забезпеченість виробництва матеріально-технічними та трудовими ресурсами та необхідним устаткуванням; технологічність нововведень; забезпеченість виробництва кваліфікованим персоналом; екологічні вимоги.

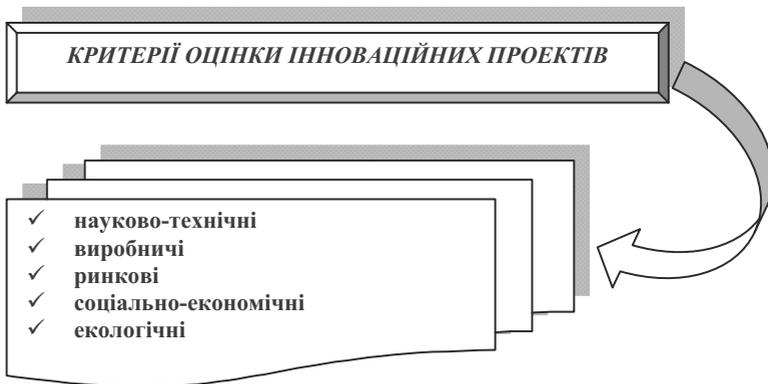


Рис. 5.4. Критерії оцінки інноваційних проєктів

Ринкові критерії передбачають: відповідність проєкту потребам ринку; комерційний успіх від провадження проєкту; рівень реклами для просування запропонованого продукту на ринок; конкурентоспроможність продукції за ціною та якістю, захищеністю від старіння тощо.

Економічні критерії містять дані про: необхідні обсяги фінансування для реалізації проєкту; передбачуваний річний прибуток; термін окупності проєкту; частку власних коштів підприємства у повній вартості проєкту.

Соціальні та екологічні критерії визначають: вплив реалізації проєкту на рівень зайнятості населення; вплив виробничих процесів, задіяних у реалізації проєкту, на навколишнє природне середовище тощо.

Оцінювання інноваційного проєкту здійснюється визначенням:

1) *міри відповідності ринковій та інноваційній стратегіям підприємства*, тобто наскільки ідея (задум) і завдання проєкту збігаються з цілями і стратегіями розвитку підприємства. Формалізована оцінка такої відповідності повинна бути в основі середньо та довгострокової концепції розвитку підприємства в умовах ринкових відносин перехідного періоду;

2) *рівня наукової новизни (коефіцієнта новизни)*, а саме, здійснюється зміна стану інноваційного продукту від виникнення інноваційного задуму до обґрунтування можливості і доцільності створення самого продукту. Проводяться теоретичні й експериментальні дослідження, розробка методик розрахунків і обґрунтування оптимальних схем компонувань моделей (макетів, експериментальних зразків) виробів. Здійснюється розробка проєкту та техніко-економічного обґрунтування розробки нового продукту (системи, устаткування, комплексу). На стадії науково-дослідних робіт перевіряється патентна чистота проведених наукових досліджень і розробок, рівень дослідно-конструкторських робіт (ДКР) – (коефіцієнт прогресивності). ДКР є основою визначення типового життєвого циклу виробничих інно-

вацій і розробки робочої конструкторської документації для виготовлення дослідного зразка продукції. ДКР завершуються іспитом і прийманням дослідних зразків нових продуктів. При цьому оцінюється імовірність розгортання серійного виробництва цих продуктів;

3) *стану розвитку виробництва*, якому передують підготовка до освоєння нового продукту; виготовлення та приймання виробів настановної серії; проведення кваліфікаційних (настановних) іспитів; сертифікація типу продукції за зразками настановної серії. При проектуванні розширеного виробництва за рахунок впровадження нового продукту обґрунтовується збільшення виробничої потужності підприємства; проводиться навчання виробничого персоналу новим технологічним процесам, правилам роботи на новому обладнанні; здійснюється вибір системи контролю якості, засобів виміру і контролю, оцінюється необхідність залучення суміжників на усіх етапах виробництва інноваційної продукції;

4) *рівня потреби в інноваціях*. Для реалізації інноваційного проекту необхідно, щоб маркетингові дослідження продуктового ринку на основі прогнозування потреби у виробничих інноваціях підтвердили його потребам та виявили конкретних майбутніх споживачів. При цьому визначається прогнозний попит на інноваційний продукт, що на початковий період позиції його на ринку через патентну чи іншу тимчасову монополію певного підприємства (організації) на новий продукт буде одночасно попитом на його продукцію. Кінцевою метою інноваційного маркетингу є оцінка обсягу продажів, що буде забезпечений у результаті випуску нового продукту, крім того – загальний розмір ринку, частку ринку, термін випуску нової продукції, канали її просування на ринок тощо;

5) *обсягів інвестицій*. При виборі інноваційного проекту велике значення має правильна оцінка ефективності виробничих інновацій. На підприємствах новий інноваційний проект розглядається у сукупності з уже обґрунтованими інноваційними проектами, що мають свої джерела та обсяги фінансування. Зазвичай, підприємство направляє ресурси на розробку декількох інноваційних проектів, у цьому випадку поява невдач при розробці одного з проектів буде компенсована успіхом від реалізації інших. Крім того, оцінюються кількісно усі витрати, необхідні для створення інноваційного продукту;

6) *рівня інноваційного ризику*. При реалізації інноваційного проекту завжди виникає невизначеність, обумовлена несприятливими наслідками і ситуаціями. У цьому випадку аналіз таких наслідків (ризиків) дає можливість підприємству (організації) прийняти рішення про доцільність виконання робіт з інноваційного проекту, що оцінюється, і вироблення заходів для захисту від можливих фінансових та інших видів витрат. Щодо інноваційного проекту завжди існує імовірність, що проект виявиться невиправданим з науково-технічної точки зору чи технічно успішний проект зазнає невдачі на інноваційному ринку.

Слід зазначити, що досконала оцінка інноваційного проекту містить аналіз усіх перерахованих вище основних елементів реалізації проекту.

Оцінка та відбір інноваційних проектів може базуватися на різних методиках та орієнтуватися на різні критерії. Вибір методики та критеріїв залежить від специфіки інноваційного проекту, типу галузі та ряду інших факторів. Загалом економічна ефективність інноваційних проектів залежить від таких чинників:

Перше: при оцінці ефективності інновацій необхідно враховувати не лише загальний обсяг доходу (корисного результату), який очікується за весь строк корисного використання нововведення, але і його приріст, порівняно з аналогами. Це означає, що при техніко-економічному обґрунтуванні вибору найкращого варіанту інновацій слід виходити як з теорії порівняльної оцінки ефективності, так і з теорії абсолютної ефективності. Порівняльна ефективність дає можливість обрати найкращий варіант з можливих. Своєю чергою, абсолютна ефективність інновацій дає змогу оцінити реальний вплив обраного варіанту проекту на покращення господарської діяльності підприємства. Тобто, вибір найкращого варіанту не означає, що він найліпший із тих, що існують у природі.

Друге: ефективність інновацій переважно залежить від життєздатності проекту, тому рекомендується розрізняти:

- а) розрахунковий рік впровадження;
- б) перший рік після закінчення нормативного строку освоєння нововведення;
- в) початковий строк корисного використання інновацій;
- г) строк корисного використання нововведення;
- д) останній рік строку корисного використання інновацій.

Зазвичай, за розрахунковий рік впровадження приймається другий або третій календарний рік серійного випуску нової продукції або другий рік користування новою технології, нових методів організації управління, виробництва, праці тощо.

За початковий рік строку корисного використання інноваційного проекту приймається рік початку фінансування робіт з його реалізації. Такий підхід не завжди прийнятний для оцінки ефективності нововведення, оскільки одноразові витрати на його реалізацію можуть здійснюватися протягом багатьох років. При цьому одночасно може бути отриманий корисний результат, наприклад при масштабних інноваційних проектах та участі в їх реалізації зацікавлених державних та комерційних структур.

Виходячи з цього, при оцінці ефективності інновацій усі витрати (одноразові та поточні), а також заплановані результати приводяться до розрахункового року за допомогою як коефіцієнтів дисконтування, так і коефіцієнтів нарощування. На відміну від цього, при оцінці ефективності інноваційних проектів приведення поточних витрат та результатів здійснюється

шляхом їх дисконтування до початкового року здійснення одноразових витрат.

Третє: при оцінці ефективності нововведень, на відміну від оцінки ефективності інвестицій, слід більше приділяти уваги процесу вибору найкращого варіанту з можливих. При відборі найкращого варіанту необхідно забезпечити їх зіставлення не лише за фактором часу, але й за обсягом виробництва нової продукції (робіт), та за якісними соціальним та екологічними факторами. Критерії для порівняння варіантів такі:

⇒ на етапі формування портфеля науково-дослідних робіт – показники найкращої техніки, спроектованої в Україні або за кордоном, яка може бути закуплена в необхідній кількості або розроблена та виготовлена на основі ліцензії в країні. За відсутності аналогів для порівняння та неможливості використання даних про іноземні аналоги за базу для порівняння приймаються показники найкращої вітчизняної техніки;

⇒ на етапі формування планів з освоєння нововведення – показники заміної техніки (аналогу);

⇒ на етапі техніко-економічного обґрунтування вибору найкращого варіанту має дотримуватися як державний підхід, так і підхід, що враховує інтереси виробників та інвесторів (інвесторів проекту), що передбачає:

а) оцінку ефективності з урахуванням суміжних позитивних та негативних результатів в інших сферах економіки (соціальної, екологічної та зовнішньоекономічної);

б) проведення розрахунків економічної ефективності на стадіях усього життєвого циклу інновацій, у т. ч. НДДКР, освоєння, серійне виробництво, а також період його використання;

в) застосування у розрахунках системи економічних нормативів (витрат, оподаткування, плати за землю, страхування ризиків, нормативних розрахунків з банками за кредити, нормативів перерахунку валютної виручки тощо);

г) розрахунок показників народногосподарської ефективності, які враховують вплив інновацій на державні інтереси (через систему податків та зборів), інтереси виробників та споживачів.

При оцінці ефективності інновацій витрати та доходи, що формуються до початку розрахункового року, коригуються на коефіцієнт нарощування, а після його закінчення – на коефіцієнт дисконтування. Приведення різних за часом витрат до розрахункового року здійснюється лише при визначенні оціночних показників ефективності з метою прийняття рішення про доцільність реалізації нововведення.

Четверте: методи оцінки ефективності інновацій мають враховувати державні інтереси, інтереси творців, виробників, споживачів та бюджетів, водночас методи оцінки ефективності інвестицій дублюють один одного і

дають можливість оцінити ефективність інвестицій лише з позицій інвестора при заданих ним обмеженнях.

П'яте: методи оцінки ефективності нововведень мають містити показники інтегрального (загального) ефекту від створення, виробництва та експлуатації нововведень, що дає можливість не лише дати загальну (комплексну) оцінку ефективності нововведення, але й визначити внесок кожного з учасників інвестиційної діяльності.

Шосте: для оцінки ефективності нововведень доцільно застосовувати не лише методи дисконтування, але й методи компаундингу та анuitету, у цьому випадку з'являється можливість визначити економічний ефект за кожним роком корисного використання нововведення та найкраще прив'язати показники ефективності з реальними господарськими процесами, які будуть здійснюватися в економіці. На відміну від цього, при оцінці ефективності інвестиційних проектів витрати та результати, що проектуються на майбутнє, приводяться до поточного року методом дисконтування, що обтяжує можливість визначення економічного ефекту за кожним кроком корисного використання інвестиційного проекту, і, як наслідок, не дає можливості оцінити значення показників ефективності у недалекій перспективі.

Сьоме: оцінка ефективності нововведень обумовлює використання двох норм доходу на капітал: норму для приведення одноразових витрат до розрахункового року, яка приблизно має відповідати нормі прибутку, яку гарантує банк інвесторам за депозитними рахунками; друга норма доходу узгоджує інтереси інвесторів та виробників нововведень. До речі, методи оцінки ефективності інвестицій ґрунтуються тільки на єдиній нормі доходу на капітал.

З урахуванням викладеного, можна зробити висновок, що для оцінки ефективності інновацій має використовуватися система показників, а не один з них, яким би не був він багатим за економічним змістом.

Діюча методика оцінки ефективності виконання інноваційних проектів та діяльності технологічних парків [8] рекомендує оцінювати результат виконання кожного інноваційного проекту за сумарною кількістю балів, нарахованих за такими критеріями ефективності (ЕФ):

1. *Показник прибутковості інноваційного проекту:*

$$ЕФ_1 = ОП / З, \quad (5.1)$$

де ОП – сума отриманого прибутку, млн. грн.;

З – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

2. *Показник чистої прибутковості:*

$$ЕФ_2 = ОЧП / З, \quad (5.2)$$

де ОЧП – сума отриманого чистого прибутку, млн. грн.;

З – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

3. *Обсяг реалізованої інноваційної продукції, товарів, послуг:*

$$E\Phi_3 = O / Z, \quad (5.3)$$

де O – обсяг продукції у млн. грн.;

Z – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

4. *Кількість працюючих, задіяних у виконанні проекту:*

$$E\Phi_4 = K / Z, \quad (5.4)$$

де K – кількість працюючих, осіб;

Z – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

5. *Бюджетна ефективність інноваційного проекту:*

$$E\Phi_5 = BEП / Z, \quad (5.5)$$

де БЕП – обсяг коштів, перерахованих до бюджету у млн. грн. – обсяг бюджетних інвестицій, отриманих виконавцем при реалізації проекту у млн. грн.;

Z – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

6. *Кількість видів створеної інноваційної продукції, технологічних процесів, товарів, послуг:*

$$E\Phi_6 = B / Z, \quad (5.6)$$

де B – кількість видів інноваційної продукції, створеної на відповідному етапі реалізації інноваційного проекту, шт.;

Z – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

7. *Загальна кількість прав інтелектуальної власності виконавця інноваційного проекту:*

$$E\Phi_7 = ПІВ / Z, \quad (5.7)$$

де ПІВ – кількість отриманих прав на об'єкти інтелектуальної власності, у т. ч.: на патенти на винаходи; патенти на промислові зразки та комерційні моделі; свідоцтва на знаки товарів і послуг (товарні знаки), шт.;

Z – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

8. *Загальна кількість ліцензій:*

$$E\Phi_8 = Л / Z, \quad (5.8)$$

де Л – кількість виданих ліцензій, шт.;

Z – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.;

9. *Сума доходів, отриманих від продажу прав інтелектуальної власності, створених за інноваційним проектом (патентів на винаходи, промислові зразки і комерційні моделі, свідоцтв на знаки товарів і послуг (товарні знаки), ліцензій тощо):*

$$E\Phi_9 = ДІВ / Z, \quad (5.9)$$

де ДІВ – сума доходів, отриманих від продажу прав інтелектуальної власності, створених за проектом, млн. грн.;

З – загальний обсяг витрат на виконання інноваційного проекту за звітний період, млн. грн.

У випадку виконання усіх етапів календарного плану ефективність інноваційного проекту ($E\Phi_{10}$) дорівнюватиме 1, а при невиконанні одного з етапів – 0. Сумарна кількість балів (ефективність виконання проекту):

$$E\Phi\Pi = E\Phi_1 + E\Phi_2 + E\Phi_3 + k_1 E\Phi_4 + k_2 E\Phi_5 + k_3 E\Phi_6 + k_4 E\Phi_7 + k_5 E\Phi_8 + k_6 E\Phi_9 + E\Phi_{10}, \quad (5.10)$$

де k , – вагові коефіцієнти, які, відповідно, дорівнюють:

$$k_1 = 0,01 \text{ млн. грн./особу};$$

$$k_2 = 0,01;$$

$$k_3 = 0,8 \text{ млн. грн./шт.};$$

$$k_4 = 0,8 \text{ млн. грн./шт.};$$

$$k_5 = 0,8 \text{ млн. грн./шт.};$$

$$k_6 = 10.$$

При $E\Phi\Pi > 2$ виконання інноваційного проекту вважається ефективним.

Ефективність діяльності технологічного парку (ЕФТП) оцінюється за сумарною кількістю балів, нарахованих за такими критеріями ефективності:

1. Показник *прибутковості діяльності технологічних парків щодо виконання інноваційних проектів*:

$$E\Phi\Pi_1 = OP / ZB, \quad (5.11)$$

де ОП – сума прибутку, отриманого від реалізації інноваційних проектів, млн. грн.;

ЗВ – загальний обсяг витрат на виконання інноваційних проектів технологічного парку за звітний період, млн. грн.

2. Показник *чистої прибутковості діяльності технологічних парків щодо виконання інноваційних проектів*:

$$E\Phi\Pi_2 = O\Phi\Pi / ZB, \quad (5.12)$$

де ОФП – сума чистого прибутку, отриманого за проектами технологічного парку, млн. грн.;

ЗВ – загальний обсяг витрат на виконання інноваційних проектів технологічного парку за звітний період, млн. грн.

3. *Обсяг реалізованої інноваційної продукції, товарів, послуг*:

$$E\Phi\Pi_3 = O / ZB, \quad (5.13)$$

де О – обсяг реалізованої інноваційної продукції, товарів, послуг технологічного парку, млн. грн.;

ЗВ – загальний обсяг витрат на виконання інноваційних проектів технологічного парку за звітний період, млн. грн.

4. *Кількість працюючих, задіяних у виконанні проектів*:

$$E\Phi\Pi_4 = K / ZB, \quad (5.14)$$

де К – кількість працюючих технологічного парку, осіб;

ЗВ – загальний обсяг витрат на виконання інноваційних проектів технологічного парку за звітний період, млн. грн.

5. Бюджетна ефективність інноваційних проектів:

$$\text{ЕФТП}_5 = \text{БЕП} / \text{ЗВ}; \quad (5.15)$$

$$\text{БЕП} = \text{ОПБК} - \text{ОБЮ}, \quad (5.16)$$

де БЕП – бюджетна ефективність проекту;

ОПБК – обсяг коштів, перерахованих до бюджету, млн. грн.;

ОБЮ – обсяг бюджетних інвестицій, отриманих виконавцями при реалізації проектів, млн. грн.;

ЗВ – загальний обсяг витрат на виконання інноваційних проектів технологічного парку за звітний період, млн. грн.

6. Кількість видів створеної інноваційної продукції, технологічних процесів, товарів, послуг:

$$\text{ЕФТП}_6 = \text{В} / \text{ЗВ}, \quad (5.17)$$

де В – кількість видів інноваційної продукції, створеної на відповідному етапі реалізації інноваційних проектів, шт.;

ЗВ – загальний обсяг витрат на виконання інноваційних проектів технологічного парку за звітний період, млн. грн.

7. Коефіцієнт реалізації інноваційних проектів:

$$\text{ЕФТП}_7 = \text{КРП} / \text{КЗП}, \quad (5.18)$$

де КРП – кількість проектів, які виконуються в межах технологічного парку, шт.;

КЗП – кількість зареєстрованих проектів технологічного парку, шт.

8. Кількість виставок, конференцій, семінарів та інших заходів, що проходили за участю технопарку:

$$\text{ЕФТП}_8 = \text{ВКС} / \text{КП}, \quad (5.19)$$

де ВКС – кількість виставок, конференцій та семінарів технологічного парку, шт.;

КП – кількість проектів, які виконуються в межах технологічного парку, шт.

9. Кількість підготовлених наукових праць, виданих книг, наукових статей з питань науково-технічної й інноваційної діяльності, які стосуються зареєстрованих інноваційних проектів і діяльності технопарку загалом щодо загальної кількості друкованих праць технопарку:

$$\text{ЕФТП}_9 = \text{НПКС} / \text{ЗКНП}, \quad (5.20)$$

де НПКС – кількість наукових праць, книг та статей зареєстрованих інноваційних проектів загалом, шт.;

ЗКНП – загальна кількість наукових праць технопарку, шт.

У випадку виконання усіх етапів календарного плану ефективність проекту технопарку (ЕФТП_{10}) дорівнюватиме 1, а при невиконанні одного з етапів – 0.

Сумарна кількість балів (ефективність діяльності технологічного парку):

$$\text{ЕФТПП} = \text{ЕФТП}_1 + \text{ЕФТП}_2 + \text{ЕФТП}_3 + k_1 \text{ЕФТП}_4 + k_2 \text{ЕФТП}_5 + \text{ЕФТП}_6 + \text{ЕФТП}_7 - k_3 \text{ЕФТП}_8 + \text{ЕФТП}_9 + \text{ЕФТП}_{10}, \quad (5.21)$$

де k – вагові коефіцієнти, які відповідно дорівнюють:

$k_1 = 0,001$ млн. грн./особу;

$k_2 = 0,01$;

$k_3 = 0,1$.

При $EFP > 5$ діяльність технологічного парку вважається ефективною.

Таким чином, представлені методи оцінки інноваційних проектів не лише змістовно характеризують отриманий ефект від впровадження нововведення, але й дають можливість здійснювати управління інноваційними процесами у суспільному виробництві.

5.4. ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНТЕЛЕКТУАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Реалізація інноваційних проектів тісно пов'язана з *інтелектуальною власністю* – правом особи на результат інтелектуальної чи творчої діяльності або на інший об'єкт права. Право інтелектуальної власності становлять особисті немайнові права інтелектуальної власності та (або) майнові права інтелектуальної власності, див. рис. 5.5.

Оцінюючи особисті немайнові та майнові права інтелектуальної власності потрібно враховувати, що особисті немайнові права є чинними безстроково, а майнові права діють протягом певного строку, а іноді вони можуть бути припинені достроково.

Інтелектуальна власність може існувати у вигляді:

- ❖ **документації** – зафіксована на матеріальному носії інформація про технології – нормативна, науково-технічна, конструкторська документація, звіти про результати патентно-кон'юнктурних, наукових і науково-прикладних досліджень, конструкторських і проектних робіт, державних випробувань окремих складових технологій тощо;
- ❖ **ноу-хау** – інформація, отримана завдяки досвіду та випробуванням, яка не є загальновідомою чи легкодоступною на день укладення договору про трансфер технологій, але є істотною, тобто важливою та корисною для виробництва продукції та/або надання послуг, і є визначеною, тобто описаною достатньо вичерпно, щоб можна було перевірити її відповідність критеріям незагальновідомості та істотності;
- ❖ **технології** – результатів інтелектуальної діяльності, сукупності систематизованих наукових знань, технічних, організаційних та інших рішень про перелік, послідовність та строк виконання операцій щодо виробництва та/або зберігання і реалізації продукції, надання послуг.

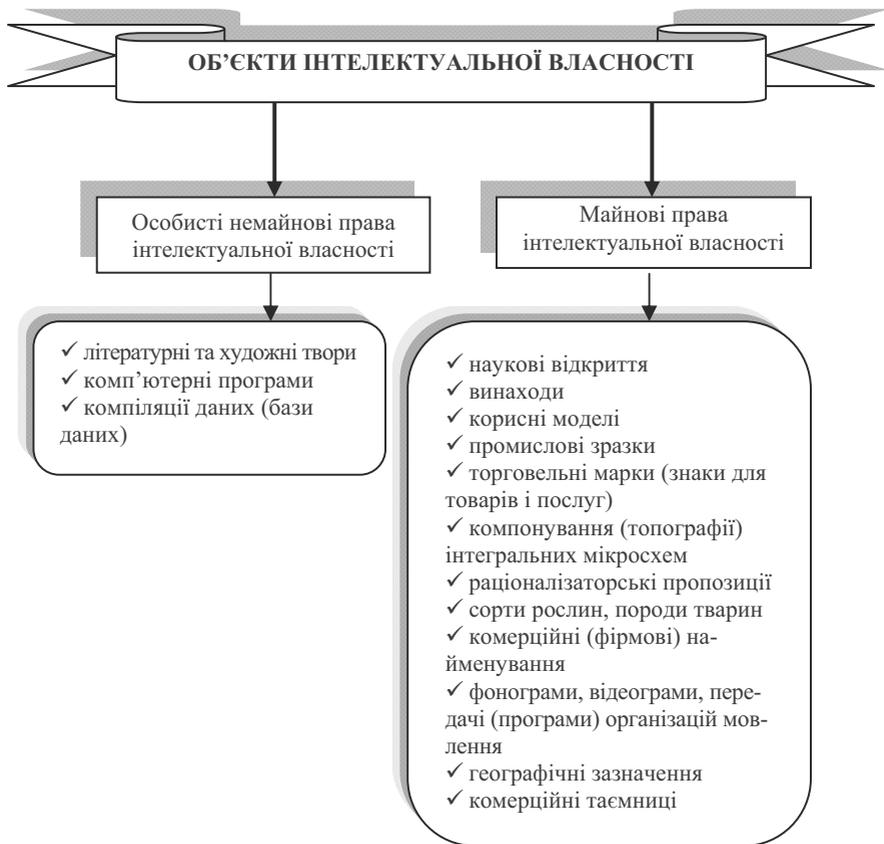


Рис. 5.5. Об'єкти інтелектуальної власності

Таким чином, *інтелектуальними інвестиціями* вважаються вкладення у наукову (творчу) діяльність – діяльність, спрямовану на одержання та використання нових знань. Основними формами наукової діяльності є:

✓ *фундаментальні наукові дослідження* – наукова теоретична та (або) експериментальна діяльність, спрямована на одержання нових знань про закономірності розвитку природи, суспільства, людини та їх взаємозв'язок;

✓ *прикладні наукові дослідження* – наукова та науково-технічна діяльність, спрямована на одержання і використання знань для практичних цілей.

Основними об'єктами інтелектуальних інвестицій є наукові та науково-технічні результати, об'єкти права інтелектуальної власності, в яких ві-

дображені перелік, строк, порядок та послідовність виконання операцій, процесу виробництва та/або реалізації і зберігання продукції, до яких належать:

наукове відкриття – встановлення невідомих раніше, але об'єктивно існуючих закономірностей, властивостей та явищ матеріального світу, які вносять докорінні зміни у рівень наукового пізнання;

винахід – придатний для набуття права інтелектуальної власності об'єкт, якщо він є новим, має винахідницький рівень і придатний для промислового використання. Об'єктом винаходу може бути продукт (пристрій, речовина) або процес у будь-якій сфері технології;

корисна модель – придатна для набуття права інтелектуальної власності модель, якщо вона є новою і придатною для промислового використання. Об'єктом корисної моделі може бути продукт (пристрій, речовина) або процес у будь-якій сфері технології;

промисловий зразок – придатний для набуття права інтелектуальної власності зразок, якщо він є новим. Об'єктом промислового зразка можуть бути форма, малюнок чи розфарбування або їх поєднання, що визначають зовнішній вигляд цього об'єкта;

раціоналізаторська пропозиція є визнана юридичною особою (органом) пропозиція, яка містить технологічне (технічне) або організаційне рішення у будь-якій сфері її діяльності. Об'єктом раціоналізаторської пропозиції може бути матеріальний об'єкт або процес;

торговельна марка – будь-яке позначення або будь-яка комбінація позначень, які придатні для вирізнення товарів (послуг), що виробляються (надаються) юридичною чи фізичною особою, від товарів (послуг), що виробляються (надаються) іншими особами. Такими позначеннями можуть бути, зокрема, слова, літери, цифри, зображувальні елементи, комбінації кольорів тощо;

комерційна таємниця – це інформація, яка є секретною в тому розумінні, що вона загалом чи в певній формі, частині або сукупності її складових є невідомою та легкодоступною для осіб, які зазвичай мають справу з цим видом інформації, що має комерційну цінність і потребує збереження її секретності (захисту), вжитих особою, яка законно контролює цю інформацію. Комерційною таємницею можуть бути відомості технічного, організаційного, комерційного, виробничого та іншого характеру, за винятком тих, які, відповідно до чинного законодавства, не можуть бути віднесені до комерційної таємниці.

Інтелектуальні інвестиції тісно пов'язані з інвестиціями у людський капітал, тобто заходи, що підвищують професійну кваліфікацію та продуктивні здібності людини (колективу). Витрати, що сприяють підвищенню людської продуктивності, можна розглядати як інвестиції, оскільки вони здійснюються з розрахунком їх багаторазового використання та компенсації у майбутньому.

Інвестиції в людський капітал – це, передусім, витрати на освіту, у т. ч. загальну та спеціальну, формальну та неформальну, підготовку за місцем роботи і т. ін. Освіта формує працівників, які стають більш кваліфікованими і продуктивнішими. Витрати на охорону здоров'я також мають велике значення. Добре здоров'я – результат витрат на профілактику захворювань, медичне обслуговування, дієтичне харчування та поліпшення життєвих умов, відпочинок – продовжує тривалість життя, підвищує працездатність і продуктивність праці. Нарешті, витрати на мобільність, тобто можливість швидкого пересування до роботи з високою продуктивністю (загалом), збільшують віддачу людського капіталу. Крім названих вище, велике значення мають інвестиції на охорону здоров'я, освіту, відпочинок членів родини працівника. Таке піклування приносить значні вигоди роботодавцям у майбутньому.

Оцінка інтелектуальних інвестицій має здійснюватися у певній методичній послідовності. Спочатку проводиться обстеження об'єктів інтелектуальної власності, тобто аналізуються технічні описи, креслення, схеми, зразки виробництва продукції тощо. Потім проводиться правова експертиза та ідентифікація майнових прав об'єктів інтелектуальної власності, виявляються виключні права, що передаються ліцензіату без збереження за ним права на видачу ліцензій іншим особам, а також невиключні права, які передаються ліцензіату із використанням права видачі ліцензій іншим особам. Далі здійснюється правова експертиза для перевірки наявності документів (патентів, охоронних свідоцтв, ліцензійних договорів тощо), які підтверджують правомірне володіння суб'єктами майнових прав.

Перш ніж визначити дохід від реалізації інтелектуальних інвестицій, необхідно скласти кошторис на створення (відтворення) або придбання об'єктів інтелектуальної власності. Якщо підприємство самостійно створює такі об'єкти, з подальшим введенням їх у господарський оборот, у кошторис вводяться витрати на проведення патентних досліджень, створення об'єктів інтелектуальної власності, їх патентування та підтримку протягом усього терміну дії. Оскільки перелічені етапи робіт мають досить тривалий термін (10–15 років), витрати повинні враховувати ціновий індекс.

Витрати на патентні дослідження містять оплату праці патентознавців. Витрати на створення об'єктів інтелектуальної власності складаються з витрат на проведення дослідно-експериментальних робіт, виготовлення та випробування моделей та зразків, а також на організацію виставок, оглядів, конкурсів, виплати авторських винагород. Для нових об'єктів також враховуються роботи з формування нових та вдосконалення діючих технологій, створення нових видів сировини та матеріалів з подальшим захистом винаходів патентами.

Для визначення ефективності інтелектуальних інвестицій найчастіше використовується метод розрахунку додаткового прибутку від впровадження у виробництво об'єктів інтелектуальної власності.

Додатковий прибуток ($\Delta\Pi_d$), отриманий підприємством від використання об'єктів інтелектуальної власності, у випадку, коли обсяг виробленої і реалізованої наукоємної продукції однакові, визначається за такою формулою:

$$\Delta \Pi_d = \Pi_1 - \Pi_0 = (\Pi_1 - C_1) - (\Pi_0 - C_0), \quad (5.22)$$

де Π_1 , Π_0 – відповідно прибуток, отриманий підприємством від використання ОІВ, що запроваджується, та його аналогу;

Π_1 , Π_0 – відповідно ціна товару з використанням об'єктів інтелектуальної власності та його аналогу;

C_1 , C_0 – відповідно собівартість товару, та його аналогу.

Коли обсяги виробленої наукоємної та реалізованої продукції різняться, розрахунки здійснюються у такій послідовності:

1) Визначається зміна загальних витрат на виробництво наукоємної продукції:

$$\Delta Z = Z_1 \times \text{ОВ}_1 - Z_0 \times \text{ОВ}_0, \quad (5.23)$$

де Z_1 , ОВ_1 – відповідно витрати та обсяги виробленої інноваційної продукції;

Z_0 , ОВ_0 – відповідно витрати та обсяги виробленої аналогічної продукції.

2) Визначається зміна обсягів продажів наукоємної продукції:

$$\Delta O_{\text{пр}} = \Pi_1 \times \text{ОП}_1 - \Pi_0 \times \text{ОП}_0, \quad (5.24)$$

де Π_1 , ОП_1 – ціни та обсяги проданої інноваційної продукції;

Π_0 , ОП_0 – ціни та обсяги виробленої аналогічної продукції.

3) Визначається додатковий прибуток, який може бути отриманий з використанням об'єктів інтелектуальної власності:

$$\Delta \Pi_d = \Delta O_{\text{пр}} - \Delta Z \quad (5.25)$$

4) Визначається очікуваний додатковий прибуток, приведений до моменту оцінки за формулою:

$$\text{ПП} = \sum_{i=1}^T \frac{\Pi_1 \times \text{ОП}_1 - \Pi_0 \times \text{ОП}_0}{(1+d)^i}, \quad (5.26)$$

де d – ставка дисконтування, яка враховує середню дохідність на ринку інтелектуальної власності.

При здійсненні купівлі – продажу або передаванні ліцензії застосовуються аналогічні методи визначення прибутку.

5.5. ФІНАНСОВА ПІДТРИМКА ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Основними джерелами фінансування інноваційної діяльності є:

- кошти Державного бюджету України;
- кошти місцевих бюджетів і кошти бюджету Автономної Республіки Крим;
- власні кошти спеціалізованих державних і комунальних інноваційних фінансово-кредитних установ;
- власні чи запозичені кошти суб'єктів інноваційної діяльності;

- д) кошти (інвестиції) будь-яких фізичних і юридичних осіб;
- е) інші джерела, не заборонені законодавством України.

В умовах постійного скорочення бюджетного фінансування інноваційних заходів за рахунок державних коштів фінансуються сьогодні, переважно, фундаментальні та довгострокові прикладні дослідження, що мають загальнонаціональне значення, а також міждержавні, загальнодержавні науково-технічні програми та проекти. Крім того, держава створює умови для фінансування науково-дослідних, дослідно-конструкторських робіт з різних джерел. У галузі прикладних досліджень і розробок головним має стати контрактний метод фінансування на базі проектної (програмно-цільової) організації.

Активну участь у фінансовому забезпеченні інноваційного розвитку економіки відіграють державні установи. Наприклад, для здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності Кабінет Міністрів України за поданням спеціально уповноваженого центрального органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності створює спеціалізовані державні небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи, зокрема, *Державну інноваційну фінансово-кредитну установу (ДФКУ)*³.

Засновником ДФКУ є держава в особі Кабінету Міністрів України і належить вона до сфери управління Державного агентства України з інвестицій та інновацій.

Метою ДФКУ є здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності, а також залучення вітчизняних та іноземних інвестицій для розвитку національної економіки.

Основними завданнями ДФКУ є:

- ❖ фінансування за рахунок власних та залучених коштів науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм, спрямованих на впровадження у виробництво прогресивних науково-технічних розробок і технологій, освоєння випуску нових видів продукції шляхом створення нових виробництв;
- ❖ фінансування заходів щодо розвитку інноваційної інфраструктури;
- ❖ залучення коштів, у тому числі іноземних, для фінансування науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм;
- ❖ розроблення та здійснення комплексу заходів передінвестиційного характеру;

³ Офіційна сторінка Державної інноваційної фінансово-кредитної установи // <http://www.difku.gov.ua/>

- ❖ налагодження співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, урядовими та неурядовими організаціями іноземних держав з питань залучення фінансових ресурсів в економіку України і реалізація спільних інноваційних та інвестиційних проектів і програм.

Державна інноваційна фінансово-кредитна установа може надавати суб'єктам інноваційної діяльності для реалізації ними інноваційних проектів фінансову підтримку у вигляді:

а) повного безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) пріоритетних інноваційних проектів за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та коштів місцевих бюджетів;

б) часткового (до 50 %) безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) інноваційних проектів за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та коштів місцевих бюджетів за умови залучення до фінансування проекту решти необхідних коштів виконавця проекту і (або) інших суб'єктів інноваційної діяльності;

в) повної чи часткової компенсації (за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та коштів місцевих бюджетів) відсотків, сплачуваних суб'єктами інноваційної діяльності комерційним банкам та іншим фінансово-кредитним установам за кредитування інноваційних проектів;

г) надання державних гарантій комерційним банкам, що здійснюють кредитування пріоритетних інноваційних проектів;

д) майнового страхування реалізації інноваційних проектів у страховиків.

Для отримання фінансової підтримки суб'єкти інноваційної діяльності, інноваційні проекти яких занесені до Державного реєстру інноваційних проектів, подають до Державної інноваційної фінансово-кредитної установи (її регіональних відділень) інноваційні проекти та всі необхідні документи, перелік яких визначається нею. Державна інноваційна фінансово-кредитна установа організовує на конкурсних засадах у порядку, що визначається спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності, відбір інноваційних проектів для їх фінансової підтримки. Конкурсні відбори інноваційних проектів здійснюються на засадах прозорості, відкритості, гласності.

Суб'єкт інноваційної діяльності, інноваційний проект якого пройшов конкурсний відбір, залежно від встановленого конкурсною процедурою рейтингу, може отримати від Державної інноваційної фінансово-кредитної установи один чи кілька видів фінансової підтримки.

Фінансова підтримка Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг здійснюється за умови наявності гарантій пове-

рнення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки тощо. Ця установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проєктів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів.

Для здійснення фінансової підтримки місцевих інноваційних програм органи місцевого самоврядування можуть створювати *комунальні спеціалізовані небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи* і підпорядковувати їх виконавчим органам місцевого самоврядування. Ці установи діють на основі положень (статутів) про них, що розробляються і затверджуються органами місцевого самоврядування.

Кошти комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи формуються за рахунок коштів відповідного місцевого бюджету, залучених вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проєктів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів. Фінансова підтримка реалізації інноваційних проєктів може надаватися комунальною інноваційною фінансово-кредитною установою у формі послідовних траншів за результатами контролю ходу виконання проєктів.

Велику роль у фінансуванні інноваційної діяльності відіграють *позикові кошти*, до яких належать:

- кредити комерційних банків;
- позикові кошти від розміщення облігацій інноваційного підприємства;
- податковий кредит;
- комерційний кредит постачальників матеріальних ресурсів при покупці цих ресурсів з відстроченим платежем;
- фінансовий лізинг.

Активну участь у фінансуванні інноваційного процесу в Україні відіграють *банки*, кредитна політика яких направлена, насамперед, на банківське обслуговування інноваційної діяльності підприємств.

Відомо, що комерційне фінансування передбачає стандартні банківські послуги та кредитування, зберігання вільних коштів під відсотки, розрахункове і касове обслуговування, організацію цільових інвестицій.

Свою чергою, *інноваційне фінансування банки* здійснюють за деякими принципами функціонування «ризикових» фондів: організація часткового фінансування розробки; впровадження у дослідне підприємство перспективних науково-технічних досягнень, а на цій основі у подальшому –

одержання прибутків від спільного володіння патентом на профінансовану банком розробку.

Специфікою діяльності банків у інноваційній сфері є те, що:

по-перше, вона забезпечує акціонерам можливість одержання високого процента на вкладений капітал;

по-друге, при сприянні банку акціонери мають можливість оперативно і якісно вирішувати питання власного науково-технічного розвитку й одержати від цього додатковий прибуток, а також організувати широкомасштабне впровадження розроблених ними нововведень і безпосередньо брати участь в одержанні прибутку від їх експлуатації;

по-третє, через банк акціонери можуть одержати пільгових умов кредит для вирішення не тільки науково-технічних, а й інших виробничих цілей власного розвитку;

по-четверте, завдяки обліку потреб у науково-технічній продукції та можливостей наукового потенціалу регіону банк забезпечує високий рівень інформованості акціонерів з таких питань. Це дає можливість з більшою ефективністю планувати та здійснювати власні програми науково-технічного і соціально-економічного розвитку.

Головними напрямками діяльності банків є:

1. *Кредитування різних стадій процесу «дослідження – виробництво».* Кредит може бути виданий під наявні фонди заявника, або під гарантію іншої організації, або під укладені договори на придбання продукції, що виробляється з використанням кредитованого нововведення. Відсоткова ставка за кредит на створення інновації встановлюється залежно від її об'єктивності, строків окупності та відповідності пріоритетам науково-технічного розвитку держави. Аналіз цих та деяких інших параметрів нововведення дає змогу оцінити рівень банківського ризику кредитованого заходу, на основі якого встановлюється взаємоприйнятна ставка за кредит.

2. *Фінансування, створення та впровадження прогресивних науково-технічних нововведень.* Внаслідок цієї операції банк стає на певний строк співвласником кінцевого результату, повертаючи витрати у вигляді частки прибутку від експлуатації нововведення. У договорі про фінансування умовлюється строк, після закінчення якого частка банку може бути продана зацікавленій юридичній особі (наприклад, підприємству – інноватору).

3. *Придбання авторських прав на нововведення.* Відповідно до Закону України «Про винахідництво», банк, придбавши повний обсяг або частину авторських прав на нововведення, організовує його впровадження та широкомасштабне тиражування. Витрачені фінансові ресурси повертаються до банку у вигляді частки прибутку, що відраховується підприємствами, які прийняли нововведення до експлуатації.

4. *Лізингові операції.* Банк може придбати діючі (здебільшого збиткові) підприємства або створити нове виробництво. На базі цих потужностей організується впровадження нововведення, придбаного банком. Реконс-

труйоване виробництво, власником та співвласником якого є банк, здається в оренду. Орендар відраховує зумовлену в договорі суму, яка йде на покриття банківських витрат.

5. *Факторингові операції.* Банк сплачує рахунки та заборгованість підприємства, акредитує його технічну переозброєність і розвиток на базі портфеля інновацій. Підприємство зобов'язується повернути витрачені банком кошти в зумовлені строки. Для стимулювання діяльності реконструйованого підприємства відсоткова ставка за кредит може бути зменшена за рахунок надання банку на певний строк можливості брати участь у розподілі прибутків.

6. *Конкурсне фінансування.* Банк здійснює розподіл відрахованих у фонд коштів, бере участь у проведенні експертизи запропонованих робіт, з'ясовує потреби та обсяги впровадження, контролює правильність витрачання коштів. Напрями та обсяги фінансування визначаються на конкурсній основі.

7. *Кредитування заходів щодо підвищення технічного рівня і розвитку підприємств.* Банк надає своїм клієнтам комплекс фінансово-кредитних послуг для забезпечення робіт, що супроводжують впровадження нововведень.

8. *Проведення досліджень.* Для вирішення актуальних науково-технічних проблем розвитку підприємств банк організовує проведення відповідних досліджень і розробок. З цією метою при банку створюються тимчасові творчі колективи, до складу яких залучають провідних учених, спеціалістів і представників зацікавлених підприємств. Фінансуючи дослідження, банк орієнтується на перспективні для широкого тиражування розробки. Свої витрати банк відшкодовує прямим продажем (впровадженням) результатів досліджень підприємствам або у вигляді відрахувань від додаткового прибутку, отриманого за допомогою інновацій.

9. *Експертиза нововведень.* Банк, заохочуючи на договірній основі висококваліфікованих спеціалістів, проводить для власних потреб і на замовлення зацікавлених організацій комплексну експертизу інновацій. При цьому нововведення оцінюються з наукової, техніко-технологічної, економічної позиції. Вартість комплексної експертизи становить до 1 % розрахункової або договірної вартості розробки.

10. *Надання послуг* – інформаційних, фінансово-розрахункових, посередницьких, консультативних, науково-технічних, організаційно-економічних, рекламних, прогностичних тощо. Вартість виконання цих послуг визначається договором між клієнтами та банками.

11. *Організація спільних виробництв.* Для прискорення впровадження прогресивних науково-технічних нововведень, випуску нових видів продукції банк практикує створення та фінансування діяльності спільних виробництв.

Однією з форм фінансування інноваційної діяльності підприємств є *податковий інвестиційний кредит*, який визначається як: відстрочка сплати податку на прибуток, що надається суб'єкту підприємницької діяльності на визначений строк з метою збільшення його фінансових ресурсів для здійснення інноваційних програм з подальшою компенсацією відстрочених сум у вигляді додаткових надходжень податку через загальне зростання прибутку, що буде отриманий, згідно з чинним законодавством, внаслідок реалізації інноваційних програм.

Економічну основу податкового інвестиційного кредиту становлять кошти, які підприємство сплачує у вигляді податку на прибуток. Тому він багато в чому подібний до такої форми фінансової підтримки підприємства, як пільгове оподаткування прибутку.

Інвестиційний податковий кредит має цільове призначення. Його надають переважно під інноваційні програми, які забезпечують реалізацію таких науково-технічних пріоритетів, як:

- науково-технічне оновлення виробництва з підвищенням його техніко-економічних показників і забезпеченням конкурентоспроможності на світовому ринку;
- прискорення розвитку наукомістких та високотехнологічних галузей і виробництв, здатних кардинально змінити економічний та науково-технічний потенціал України;
- розширення виробництва в найбільш пріоритетних і ефективних для національної економіки секторах ринку.

Введення інвестиційного податкового кредиту має певні переваги, порівнянно з іншими формами кредиту. Так, при звичайному банківському кредитуванні використовуються вільні кредитні ресурси, яких, як відомо, хронічно не вистачає. Крім того, банківський кредит надається на умовах сплати досить значних відсотків, що робить інноваційні інвестиції, за рахунок такого кредиту для підприємства економічно обтяжливими.

Запровадження інвестиційного податкового кредиту не вимагає додаткових кредитних ресурсів, бо в ньому використовується ресурсний потенціал самого підприємства у вигляді прибутку, а саме – тієї частини, яка повинна відраховуватися до бюджету у вигляді податку на прибуток. Тому введення інвестиційного податкового кредиту буде заохочувати підприємства в підвищенні ефективності своєї роботи та отриманні прибутку.

Визначальними умовами надання інвестиційного податкового кредиту є:

по-перше, стало фінансове становище підприємства – позичальника, тобто систематичне отримання ним прибутку, з якого нараховується податок;

по-друге, переважно (не менше 50 %) інвестиційна спрямованість у використанні власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортиза-

ційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійних лих, грошові накопичення громадян, юридичних осіб тощо);

по-третє, наявність економічно обґрунтованого інноваційного проекту (бізнес-плану), який забезпечує після його реалізації підвищення ефективності виробництва, зростання загального обсягу отриманого підприємством прибутку та, відповідно, сум податку на прибуток як джерела компенсації інвестиційного податкового кредиту;

по-четверте, термін окупності запозичених через інвестиційний податковий кредит коштів, тобто їх повернення до бюджету у вигляді додаткових надходжень податку на прибуток, не повинен перевищувати певну кількість, наприклад, п'яти років після реалізації інноваційного проекту.

Дотримання цих умов знижує ризик кредиторів, у цьому випадку – держави, щодо ефективності використання інвестиційних ресурсів.

Споживачами інвестиційного податкового кредиту можуть бути суб'єкти підприємницької діяльності, а саме: підприємства усіх форм власності, яким для реалізації інноваційних програм не вистачає власних інвестиційних ресурсів. Рішення про надання кредиту за галузевою підпорядкованістю підприємств приймають міністерства (відомства), які за дорученням Кабінету Міністрів України виступають розпорядниками інвестиційного податкового кредиту на галузевому рівні.

Отримання інвестиційного податкового кредиту здійснюється на підставі кредитного договору між галузевим міністерством (відомством) і підприємством-позичальником. Йому повинна передувати всебічна експертиза ефективності інноваційної програми (бізнес-плану) та наявності умов, які б підтверджували реальні можливості підприємства щодо успішної реалізації цієї програми.

Загальний обсяг ресурсів інвестиційного податкового кредиту на кожен рік визначається Кабінетом Міністрів України в розрахунках до бюджету. Виходячи зі стану економіки, він може досягати до 10 % надходжень до бюджету податку на прибуток з подальшим розподілом знижки податку по міністерствах (відомствах) відповідно до пріоритетності напрямів їх інноваційної діяльності.

Посилоючи вимоги до ефективності використання інвестиційних ресурсів, інвестиційний податковий кредит може надаватися підприємствам під конкретний інноваційний проект на строк до п'яти років. Довший термін не відповідає сучасним вимогам щодо тривалості освоєння нової техніки (нових виробництв), веде до розпорошення державних ресурсів, знижує ефективність використання інноваційних інвестицій.

Одним із способів оновлення основних фондів підприємства, що найбільш динамічно розвивається, є *лізинг*. Він дає змогу орендарові гнучко вирішувати свої виробничі завдання через тимчасове використання, а не придбання особливо дорогої, з більшим ризиком морального старіння, техніки. Розвиток лізингу є одним із найпрогресивніших методів матеріально-

технічного забезпечення виробництва. Він відкриває доступ до найпередовішої техніки та дає можливість розв'язати протиріччя між необхідністю використання такої техніки та швидким її моральним старінням. Отже створюються умови як для одержання прогресивної техніки й технологій, її успішного освоєння та підтримки на високому технічному рівні, так і для забезпечення збуту підприємствам-виробникам цієї техніки.

У зв'язку зі зниженням частки державних асигнувань та недоступності для більшості підприємств довгострокових позичкових коштів (через велику їх вартість) власні кошти підприємства – прибуток та амортизація – є сьогодні єдиним реальним джерелом фінансування інноваційної діяльності. За рахунок цих коштів фінансується близько 65–70 % усіх інноваційних інвестицій, в тому числі прибуток забезпечує фінансування 20 % усіх інноваційних вкладень. Великим резервом для акумулювання коштів для реалізації інноваційно-інвестиційних проектів є також вивільнення від зайвого морально та фізично застарілого обладнання.

Одним із нових та перспективних методів фінансування інноваційної діяльності є *венчурне фінансування*. Таке фінансування може здійснюватися на усіх стадіях життєвого циклу виробництва продукту.

На рис. 5.6. наведена схема фінансування інноваційно-інвестиційної діяльності підприємства, яка містить елементи венчурного фінансування на різних етапах життєвого циклу продукту у взаємозв'язку з іншими формами фінансування.

На схемі виділені три види венчурного фінансування, які пов'язані з найважливішими стадіями життєвого циклу продукту:

1. Фінансування інкубаційного періоду. На цьому етапі проводиться експрес – аналіз інноваційних пропозицій та здійснюються роботи зі створення бізнес-інкубатора чи інноваційного центру. На цьому етапі виділяється дві стадії: *передстартове та стартове фінансування*. На першій стадії здійснюється фінансування початкових етапів підприємницької діяльності, а саме: роботи з оцінки нематеріальних активів, патентного захисту, аналізу ринку збуту, правового забезпечення вигідних франчайзингових договорів та договорів купівлі – продажу, а також з формування плану підприємницької діяльності.

2. Фінансування комерційного освоєння. Цей етап також містить дві стадії: *фінансування початкової стадії та фінансування освоєння*. На початковій стадії передбачається надавати кошти підприємцям та керівникам підприємств, які мають значний потенціал росту. Фінансування освоєння передбачає виділення коштів на комерційну реалізацію дослідного зразка продукції. Основними джерелами фінансування на цьому етапі є банківські кредити та кошти синдикатського інвестора. *Синдикатське інвестування* – це пайове фінансування малих інноваційних підприємств, зацікавлених у провадженні продуктових або інших інновацій, які одержують в процесі

реалізації інноваційно-інвестиційних проектів підприємств. Синдикатське інвестування є перехідною формою до венчурного фінансування.

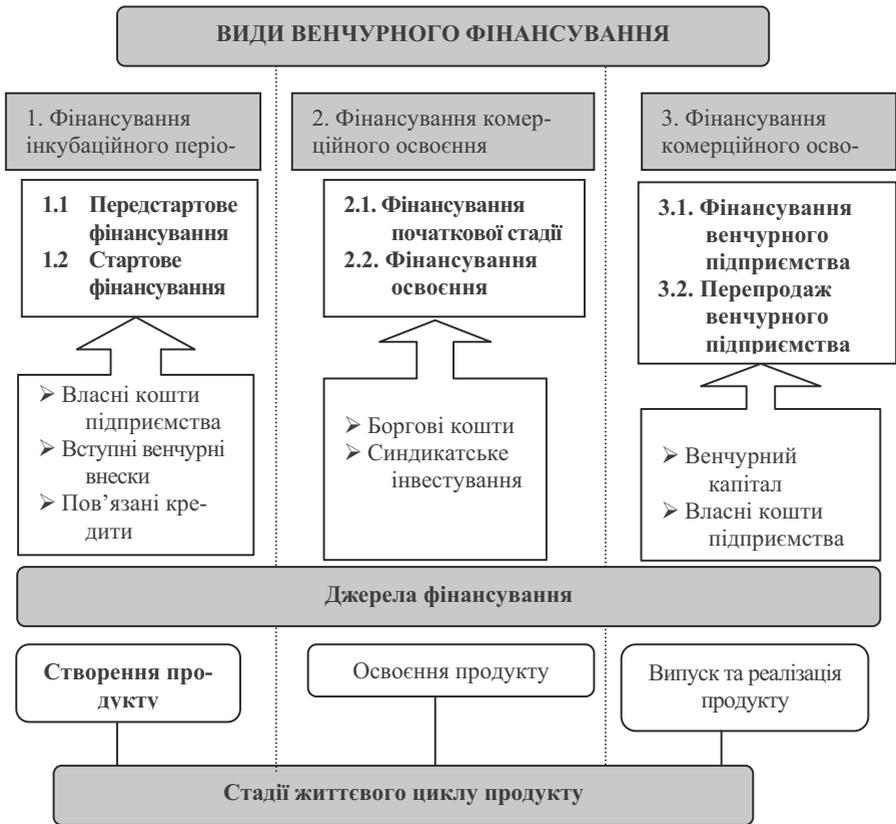


Рис. 5.6. Схема венчурного фінансування інноваційної діяльності підприємства

3. Фінансування розвитку. Венчурне фінансування є суто цільовим «під ключ». Основною умовою такого фінансування є наявність у підприємства технологічного та комерційного заділу з випуску на ринок продукту. Венчурний капітал інвестується в непов'язані між собою проекти в розрахунку на швидку окупність коштів. Для венчурних інвесторів дуже важливим є правильно спрогнозувати очікувану ринкову вартість бізнес-напряму, куди вони вкладають кошти. Тому, на цьому етапі здійснюється встановлення спільних з інвестором або самостійних нових цільових підприємств з ряду бізнес-інкубаторів, що створюються на першому етапі.

Отже, венчурний капітал використовується, зазвичай, для фінансування діяльності підприємств, що швидко розвиваються, і тому відіграє важливу роль у забезпеченні конкурентоспроможності промисловості загалом. Функціональне завдання венчурного фінансування – сприяти росту перспективного бізнесу шляхом надання певної суми грошових коштів в обмін на частку в статутному капіталі. На практиці найчастіше зустрічається комбінована схема венчурного інвестування, при якій частина коштів вноситься в акціонерний капітал, а інша надається у формі інвестиційного кредиту.

Реалізація комерційного інтересу венчурного фінансування полягає у тому, щоб підприємство успішно розвивалося і через 3–5 років підвищило свою вартість та вартість своїх акцій в 5–7 разів, забезпечивши, таким чином, в середньому 30–40 % щорічного росту. Це дасть можливість венчурному інвестору на певній стадії продати свої акції або самому підприємству, або на фондовому ринку, або іншій зацікавленій стороні. В результаті він одержує повернення своїх інвестицій та прибуток з капіталу при виході з бізнесу.

Основним недоліком венчурного фінансування є те, що через високий ризик такий капітал надається під вищий відсоток, ніж банківський кредит, а в деяких випадках, пов'язаних із збільшенням гарантії проти нецільового використання вкладених коштів, венчурні інвестори можуть залишатися співвласниками підприємства, створеного під перспективний інвестиційний проект, протягом всього життєвого циклу освоєння продукту. В цьому випадку вони розраховують на одержання дивідендів з очікуваних прибутків.

5.6. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

Ефективна державна інноваційна політика є однією з передумов успішного впровадження інвестиційно-інноваційної моделі розвитку національної економіки.

Головною *метою державної інноваційної політики* в Україні є створення соціально-економічних, організаційних і правових умов для ефективного відтворення, розвитку й використання науково-технічного потенціалу країни, забезпечення впровадження сучасних екологічно чистих, безпечних, енерго- та ресурсозберігаючих технологій, виробництва та реалізації нових видів конкурентоздатної продукції.

Основними *принципами державної інноваційної політики* є:

- орієнтація на інноваційний шлях розвитку економіки України;
- визначення державних пріоритетів інноваційного розвитку;
- формування нормативно-правової бази у сфері інноваційної діяльності;

- створення умов для збереження, розвитку і використання вітчизняного науково-технічного та інноваційного потенціалу;
- забезпечення взаємодії науки, освіти, виробництва, фінансово-кредитної сфери у розвитку інноваційної діяльності;
- ефективне використання ринкових механізмів для сприяння інноваційній діяльності, підтримка підприємництва у науково-виробничій сфері;
- здійснення заходів на підтримку міжнародної науково-технологічної кооперації, трансферу технологій, захисту вітчизняної продукції на внутрішньому ринку та її просування на зовнішній ринок;
- фінансова підтримка, здійснення сприятливої кредитної, податкової і митної політики у сфері інноваційної діяльності;
- сприяння розвитку інноваційної інфраструктури;
- інформаційне забезпечення суб'єктів інноваційної діяльності;
- підготовка кадрів у сфері інноваційної діяльності.

Грунтуючись на цих принципах, державне регулювання інноваційної діяльності здійснюється шляхом:

- ❖ визначення і підтримки пріоритетних напрямів інноваційної діяльності державного, галузевого, регіонального і місцевого рівнів;
- ❖ 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.

Виходячи з актуальності наявних в Україні проблем, вирішення яких потребує наукового забезпечення, найбільш пріоритетними напрямками державної підтримки сьогодні є:

- у сфері наукового розвитку – фундаментальна наука; прикладні дослідження і технології; вища освіта, підготовка та перепідготовка наукових кадрів; розвиток наукових засад розбудови соціально орієнтованої ринкової економіки; наукове забезпечення вирішення проблем здоров'я людини та екологічної безпеки; система інформаційного та матеріального забезпечення наукової діяльності;

- у сфері технологічного розвитку – дослідження і створення умов для високопродуктивної праці та сучасного побуту людини; розроблення

засобів збереження і захисту здоров'я людини; розроблення ресурсо-, енергозберігаючих технологій; розроблення сучасних технологій і техніки для електроенергетики, переробних галузей виробництва, насамперед, агропромислового комплексу, легкої та харчової промисловості;

- у сфері виробництва – формування наукоємких виробничих процесів, сприяння створенню та функціонуванню інноваційних структур (технопарків, інкубаторів); створення конкурентоспроможних переробних виробництв; технологічне та технічне оновлення базових галузей економіки держави; впровадження високорентабельних інноваційно-інвестиційних проєктів, реалізація яких може забезпечити якнайшвидшу віддачу і започаткувати прогресивні зміни в структурі виробництва та тенденціях його розвитку;

- у сфері фінансово-банківської діяльності – стимулювання створення спеціалізованих інноваційних банків, а також фондів довгострокового кредитування функціонуючих комерційних банків шляхом встановлення відповідних пільг з оподаткування коштів, що інвестуються для досягнення технологічних змін; диференціація ставки податку на прибуток комерційних банків, залежно від напрямів використання ресурсів, шляхом зниження – в разі їх довгострокового кредитування високотехнологічних проєктів і підвищення – в разі вкладання коштів у високоприбуткові операції фінансового ринку; створення системи пільгового рефінансування комерційних банків, які надають пільгові кредити для реалізації інвестиційних проєктів щодо розроблення і впровадження високотехнологічного обладнання та іншої інноваційної продукції; запровадження спеціального порядку створення інноваційних асоціацій, які є інвестиційно-виробничими об'єднаннями юридичних та фізичних осіб, що беруть участь у здійсненні інноваційного проєкту та випуску нової конкурентноспроможної продукції; запровадження державної системи страхування ризиків інноваційної діяльності за рахунок спеціально створеної страхової компанії тощо [7].

Найефективнішим важелем державного регулювання інноваційної діяльності є створення особливого податкового та митного режиму.

Зокрема, впродовж строку чинності свідоцтва про державну реєстрацію інноваційного проєкту і за умови, що виконання проєкту розпочато не пізніше вісімнадцяти місяців від дати його державної реєстрації, оподаткування об'єктів інноваційної діяльності здійснюється у порядку, за яким 50 % податку на додану вартість по операціях з продажу товарів (виконання робіт, надання послуг), пов'язаних з виконанням інноваційних проєктів, і 50 % податку на прибуток, одержаний від виконання цих проєктів, залишаються у розпорядженні платника податків, зараховуються на його спеціальний рахунок і використовуються ним лише на фінансування інноваційної, науково-технічної діяльності і розширення власних науково-технологічних і дослідно-експериментальних баз. Пільгове оподаткування реалізується за умови, що суб'єкт інноваційної діяльності про початок реалізації інноваційного проєкту у місячний термін повідомляє відповідний орган Державної

податкової адміністрації і по всіх господарських операціях, пов'язаних з виконанням інноваційного проекту, веде окремий бухгалтерський облік.

Кошти у розмірі 50 % податку на додану вартість і податку на прибуток, що залишаються у розпорядженні платника податків і не використані протягом строку пільгового оподаткування і дванадцяти місяців після нього, підлягають зарахуванню до Державного бюджету України.

Інноваційним підприємствам дозволяється прискорена амортизація основних фондів і встановлюється щорічна двадцятивідсоткова норма прискореної амортизації основних фондів групи 3. При цьому амортизація основних фондів групи 3 проводиться до досягнення балансовою вартістю групи нульового значення.

Інноваційні підприємства сплачують земельний податок за ставкою у розмірі 50 % діючої ставки оподаткування.

Особливостями митного регулювання інноваційної діяльності є те, що:

1. Необхідні для виконання пріоритетного інноваційного проекту, яким передбачається випуск інноваційного продукту, щодо якого прийнята постанова Кабінету Міністрів України про його особливу важливість, сировина, устаткування, обладнання, комплектуючі та інші товари (крім підакцизних товарів), які не виробляються в Україні або виробляються, але не відповідають вимогам проекту, при ввезенні в Україну протягом строку чинності свідоцтва про державну реєстрацію інноваційного проекту звільняються від сплати ввізного мита та податку на додану вартість. Номенклатура та обсяги ввезення сировини, матеріалів, устаткування, обладнання, комплектуючих та інших товарів мають бути визначені в інноваційному проекті перед його державною реєстрацією.

2. У разі використання сировини, матеріалів, устаткування, обладнання, комплектуючих та інших товарів, ввезених в Україну без сплати ввізного мита та податку на додану вартість не для потреб виконання інноваційного проекту ввізне мито та податок на додану вартість сплачуються до бюджету в повному обсязі. При цьому платник податку зобов'язаний збільшити податкові зобов'язання за наслідками податкового періоду, в якому відбулося таке порушення, на суму ввізного мита і податку на додану вартість, що мали бути сплачені при ввезенні на митну територію таких товарів, а також сплатити пеню, нараховану на суму податків, виходячи із 120 % облікової ставки Національного банку України, що діяла на день збільшення податкового зобов'язання, за період їх нецільового використання.

Реалізація цих заходів сприятиме формуванню такої моделі організації інноваційної діяльності, зокрема, науково-дослідних, дослідно-конструкторських робіт в Україні, яка б поєднувала в собі елементи ринкової економіки із збереженням гнучких важелів державного регулювання цією найважливішою сферою життєдіяльності суспільства.

Література для вивчення теми

1. Закон України "Про охорону прав на винаходи і корисні моделі" від 15 грудня 1993 р. № 3687 – XII.
2. Закон України "Про охорону прав на промислові зразки" від 15 грудня 1993 р., № 3688 – XII.
3. Закон України "Про охорону прав на знаки для товарів і послуг" від 15 грудня 1993 р., № 3689 – XII.
4. Закон України Про інноваційну діяльність від 4 липня 2002 р., № 40 – IV.
5. Закон України Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій від 14 вересня 2006 року, № 143-V.
6. Постанова Кабінету Міністрів України Про затвердження Положення про порядок створення та функціонування технопарків та інноваційних структур інших типів від 22 травня 1996 року, № 549.
7. Постанова Верховної Ради України Про концепцію науково-технологічного та інноваційного розвитку України від 13 липня 1999 року, № 916 – XIV.
8. Наказ Міністерства економіки України, Міністерства освіти і науки України, Міністерства промислової політики України від Про затвердження Методики оцінки ефективності виконання інноваційних проєктів та діяльності технологічних парків 21.11.2005 р., № 434/668/442.
9. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України Д. М. Черваньов, Л. І. Нейкова. – К.: 1999 р. – 514 с.
10. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002.– 472 с.
11. Проектне фінансування: Підручник. Пересада А. А., Майорова Т. В. Ляхова О. О. К.: КНЕУ, 2005 р. – 761 с.
12. Радионова С. П., Радионов Н. В. Оценка инвестиционных ресурсов предприятий (инновационный аспект). – СПб.:Альфа, 2001. – 208 с.
13. Стеченко Д. М. Інноваційні форми регіонального розвитку: Навч. посіб. – К.: Вища шк., 2002. – 254 с.

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Охарактеризуйте зміст інновацій.
2. Визначте особливості інноваційної форми інвестицій.
3. Охарактеризуйте основні складові інноваційного процесу.
4. Назвіть основні об'єкти інноваційних інвестицій.
5. Охарактеризуйте види та форми інноваційних інвестицій.
6. Визначте особливості інтелектуальних інвестицій.
7. Охарактеризуйте зміст інтелектуальної власності та інтелектуального капіталу.
8. Визначте роль державних органів управління в інноваційному процесі.
9. Охарактеризуйте напрями діяльності технополісу.

10. Охарактеризуйте напрями діяльності технопарку.
11. Охарактеризуйте напрями діяльності бізнес-інкубатору.
12. Визначте роль венчурного капіталу для розвитку підприємства.
13. Назвіть основні джерела фінансування інноваційних інвестицій.
14. Визначте роль Державної інноваційної фінансово-кредитної установи у фінансуванні інноваційної діяльності.
15. Визначте роль банків у фінансуванні інноваційної діяльності.
16. Визначте роль податкового інвестиційного кредиту у фінансуванні інноваційної діяльності.
17. Охарактеризуйте стан ринку інноваційних інвестицій в Україні.
18. Визначте основні напрями державної інноваційної політики.
19. Охарактеризуйте основні пріоритети науково-технологічного та інноваційного розвитку України.

ТЕМА 6. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПРОЕКТ

6.1. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПРОЕКТ, ЙОГО ЗМІСТ ТА ПОРЯДОК РОЗРОБКИ

Розвиток економіки будь-якої країни базується на реалізації інвестиційних проектів, які забезпечують процес розширеного відтворення, створюють нові вартості, робочі місця, новий виробничий і споживчий потенціал.

Залежно від конкретної мети існує ряд визначень терміна «проект», у тому числі, це:

- деякий захід із заздалегідь визначеною метою, досягнення якої означає завершення проекту;
- окремий захід із визначеними цілями, що часто містять вимоги щодо часу, вартості і якості результатів, що досягаються;
- це одноразова сукупність завдань і дій, яка має характерні ознаки:
 - ❖ чіткі цілі, які повинні бути досягнені з одночасним виконанням ряду технічних, економічних та інших вимог;
 - ❖ внутрішні та зовнішні взаємозв'язки операцій, завдань і ресурсів, які потребують чіткої координації в процесі виконання проекту;
 - ❖ визначені строки початку і закінчення проекту;
 - ❖ обмежені ресурси;
 - ❖ певна міра унікальності мети проекту, умов здійснення;
 - ❖ неминучість різних конфліктів.

На практиці поняття проекту найчастіше застосовується в локальному розумінні: технічний та робочий проект, проект організації будівництва та виробництва робіт тощо. Тому, щоб не було плутанини у поняттях, необхідно визначити, що проект, пов'язаний із реалізацією повного циклу інвестицій (від вкладення капіталу до здавання його в експлуатацію та одержання прибутку), краще назвати *інвестиційним*.

Інвестиційний проект – це системно обмежений і закінчений комплекс заходів, документів і робіт, фінансовим результатом якого є прибуток (дохід), матеріально-речовим результатом – нові або реконструйовані основні фонди (комплекси об'єктів), або придбання та використання фінансових інструментів чи нематеріальних активів з подальшим отриманням доходу чи соціального ефекту.

Тобто, під інвестиційним проектом слід розуміти сферу діяльності з утворення або зміни технічної, економічної або соціальної систем, а також розробку нової структури управління або програми науково-дослідних робіт. Отже, інвестиційні проекти є дійовим фактором розвитку національної економіки.

Найчастіше інвестиційний проект – це об'єкт реального інвестування, який може бути представленим у вигляді інвестицій:

- ✓ у підвищення ефективності виробництва. Їх метою є, насамперед, створення умов для зниження витрат фірми за рахунок удосконаленішого обладнання, навчання персоналу або переміщення виробничих потужностей у регіони з вигіднішими умовами виробництва.
- ✓ у розширення виробництва. Завданням такого виду інвестування є розширення можливостей випуску товарів для ринків, що раніше сформувалися, в рамках вже існуючих виробництв.
- ✓ у створення нових підприємств. Такі інвестиції забезпечують створення зовсім нових підприємств, які будуть випускати товари, що раніше не виготовлялися фірмою, або дозволять фірмі вжити спробу виходу з товарами, що вже раніше випускалися, на нові для неї ринки.
- ✓ заради задоволення вимог державних органів управління. Цей різновид інвестиції стає необхідним у разі, коли фірма опиняється перед необхідністю задовольнити вимоги влади в частині або екологічних стандартів, або безпеки продукції, або інших умов діяльності, які не можуть бути забезпечені лише за рахунок вдосконалення менеджменту.

Зважаючи на таку класифікацію, інвестиційний проект може існувати в формі:

- а) нульового проекту – який передбачає утворення нового виробництва;
- б) реконструкції – впровадження передових технологій без зміни профілю підприємства;
- в) реабілітації (перепрофілювання) діючого підприємства.

Незалежно від виду та форми, змістом реальних інвестиційних проєктів є заходи щодо проєктування, будівництва, придбання технології та обладнання, підготовку кадрів тощо, направлених на утворення нового або модернізацію діючого виробництва товарів (продукції, робіт, послуг) з метою одержання економічної вигоди. Це не лише система організаційно-правових та розрахунково-фінансових документів, необхідних для здійснення будь-яких дій, але й заходи (діяльність), які передбачають їх виконання для досягнення конкретних цілей.

Таким чином, кожен проєкт у будь-якому випадку має містити такі складові:

- ❖ проєктні матеріали;
- ❖ учасники та дії, які виконуються ними;
- ❖ організаційно-економічний механізм реалізації проєкту (взаємодія учасників);
- ❖ організаційні, операційні і часові рамки.

Проєктні матеріали:

1) *Офіційні документи, обов'язкові при проєктуванні об'єктів капітального будівництва (проєктна документація), у тому числі:*

- ✓ ТЕО проекту будівництва підприємства, будівель, споруд;
- ✓ проект будівництва підприємства, будівель, споруд;
- ✓ обґрунтування інвестицій в будівництво підприємства, будівлі чи споруди;
- ✓ бізнес-план, що подається в певній формі в складі заявки на участь в конкурсному розподілі централізованих інвестиційних ресурсів.

2) *Додаткові матеріали, що розроблюються учасниками інвестиційного проекту при експертизі цих проектів і підготовці до реалізації проектів.*

Вимоги до проектних матеріалів

Вихідна інформація про проект міститься у проектних матеріалах. Для того, щоб проектні матеріали могли бути використані при оцінці проекту, його аналізі та експертизі необхідно, щоб в них містилися такі відомості:

- 1) опис складу учасників;
- 2) опис дій, які необхідно виконати з вказівкою визначених обсягів, строків та виконавців;
- 3) інформація про підприємства-учасники;
- 4) інформація про продукцію, що буде вироблятися, у тому числі, відмінність від тої, що присутня на ринку;
- 5) інформація про кон'юнктуру продукції, що буде вироблятися, а також про необхідні ресурси;
- 6) обґрунтування допустимості в проекті містобудівних, архітектурних, інженерних, технологічних та інших рішень, відомості про наявність вихідної дозвільної інформації;
- 7) обґрунтування можливості укомплектування підприємства спеціалістами необхідної професії і кваліфікації в період реалізації проекту;
- 8) інформація про екологічні та соціальні наслідки реалізації проекту;
- 9) обґрунтування юридичної допустимості проекту;
- 10) обґрунтування комерційної реалізації проекту;
- 11) відносини місцевої адміністрації до реалізації проекту;
- 12) обґрунтування прийнятих у проекті цін на продукцію, що виробляється, роботи та послуги;
- 13) опис організаційно-економічного механізму реалізації проекту, у т. ч. перелік необхідних заходів державної підтримки;
- 14) розрахунки й обґрунтування результатів і витрат для кожного учасника проекту, а також для сторонніх економічних суб'єктів, інтересів яких торкаються в процесі реалізації проекту;
- 15) обґрунтування економічної доцільності реалізації проекту для його учасників народного господарства загалом й окремих регіонів, зокрема;
- 16) умови припинення реалізації проекту.

Наказом Міністерства економіки України затверджені методичні рекомендації щодо складання бізнес-плану, які узагальнюють світовий досвід розроблення бізнес-плану підприємств [2]. Ці рекомендації призначені для

надання методичної допомоги підприємствам при складанні річних та довгострокових планів їх розвитку.

Учасник інвестиційного проекту – це особа (фізична або юридична), яка зобов’язана виконати відповідну дію у випадку, коли вона прийме рішення про участь в реалізації проекту. Інтереси учасника повинні враховуватися при реалізації проекту. До них можуть входити: інвестори, фінансові установи, підрядчики, постачальники обладнання, гуртові покупці продукції та ін. До складу учасників також можуть входити державні та комунальні установи.

До дій, що виконують учасники проекту, варто віднести здійснення інвестицій і виробництво продукції (надання послуг чи виконання робіт, разом із будівельно-монтажними), продаж чи покупку цінних паперів. Сюди належить також операції з надання (погашення) позик, продажу чи покупки товарів учасником проекту.

Організаційно-економічний механізм реалізації проекту – це форма взаємодії учасників проекту.

Організаційно-економічний механізм містить:

- ✚ Нормативні документи, на основі яких здійснюється взаємодія учасників.
- ✚ Зобов’язання, що приймаються учасниками у зв’язку зі здійсненням спільних дій з реалізації проекту, гарантії таких зобов’язань і санкції за їх порушення.
- ✚ Умови фінансування інвестицій, а також заходи із взаємної фінансової, організаційної або іншої підтримки.
- ✚ Особливі умови обороту продукції та ресурсів між учасниками, цін для взаємних розрахунків, товарне кредитування, безкоштовне передавання основних засобів у постійне або тимчасове користування.
- ✚ Система управління реалізацією проекту, що забезпечує відповідну синхронізацію діяльності учасників, захист інтересів кожного із них і своєчасне коригування подальших дій.
- ✚ Основні особливості облікової політики кожного підприємства-учасника.

Організаційні, операційні та часові рамки проекту

Операційні рамки проекту характеризуються складом учасників та їх діями. Різноманітні дії, передбачені проектом, можуть відобразитися у проектних матеріалах і розрахунках ефективності з різною мірою деталізації.

Часові рамки характеризуються періодом реалізації проекту та його розбиттям на окремі інтервали часу, кроки.

Період реалізації проекту – відрізок часу, протягом якого здійснюються передбачені в проекті дії.

Графік реалізації проекту, у якому відображаються всі види діяльності, які планують виконати учасники в рамках реалізації проекту.

Враховуючи основні риси інвестиційних проєктів, їх класифікують за такими ознаками, див. табл. 6.1. Однак, деякі з наведених характеристик при класифікації проєктів не є абсолютними, і певною мірою, достатньо умовні. Зокрема, розподіл проєктів за обсягом необхідних інвестицій залежить від розмірів компанії, бо очевидно, що в великій фінансово-промисловій групі та невеликому заводі з виробництва меблів критерії для великих та малих інвестиційних проєктів різні.

Таблиця 6.1.

Класифікація інвестиційних проєктів

| КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ | | |
|-------------------------------------|-----------------------------|---|
| Ознаки класифікації проєктів | <i>Обсяг інвестицій</i> | <ul style="list-style-type: none"> • великі • середні • дрібні |
| | <i>Напрями інвестування</i> | <ul style="list-style-type: none"> • промислові (реальні) • фінансові • інноваційні (венчурні) • галузеві • регіональні • національні • міжнародні |
| | <i>Тип доходів</i> | <ul style="list-style-type: none"> • 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 |
| | <i>Тип відношень</i> | <ul style="list-style-type: none"> • незалежність • альтернативність • компліментарність • заміщення |
| | <i>Тип грошового потоку</i> | <ul style="list-style-type: none"> • ординарний • неординарний |
| | <i>Рівень ризику</i> | <ul style="list-style-type: none"> • позаризикові • з мінімальним ризиком • з середнім ризиком • високо ризиковані |
| | <i>Форма власності</i> | <ul style="list-style-type: none"> • державні • індивідуальні • колективні • спільні |

Оскільки існують фінансові, реальні та інноваційні інвестиції, то і проекти можуть розрізнятися за такими напрямками вкладання коштів. Галузеві та регіональні проекти мають місце лише в тих випадках, коли суб'єктом інвестування є керівний орган галузі (міністерство) або представники місцевих органів влади. Міжнародні проекти здійснюються за міждержавними угодами за участю, зазвичай, міжнародних фінансово-кредитних інститутів.

Основою класифікації проектів за типом доходів є мита, задля якої вкладаються інвестиції. Це може бути як одержання реального доходу від інвестиційних заходів, так і соціального ефекту.

Важливим в аналізі інвестиційних проектів є виділення різних відношень взаємозалежності. Наприклад, два проекти називають *незалежними*, якщо рішення про прийняття одного не впливає на рішення про прийняття іншого. Якщо два або більше проекти, що аналізуються, не можуть бути реалізовані одночасно, тобто прийняття рішення по одному з них автоматично означає, що проекти, що залишилися, мають бути відхилені, то такі проекти називають *альтернативними*, або *взаємовиключними*.

Розподіл проектів на незалежні та альтернативні має велике значення при формуванні інвестиційного портфеля в умовах обмеженого обсягу інвестицій. Розмір верхньої межі обсягу виділених коштів може бути в момент планування невизначеною, яка залежить від різних факторів, наприклад, суми прибутку поточних та майбутніх періодів. В цьому випадку незалежні проекти визначають за мірою їх пріоритетності.

За рівнем ризику проекти можуть ранжуватися від *позаризикових* до проектів з *високою мірою ризику*. Наприклад, мінімальний ризик мають державні інвестиційні проекти, метою яких є, зазвичай, соціальний ефект, а найбільш ризикованими вважають інноваційні (венчурні) проекти – метою яких є одержання надприбутків від впровадження нових ідей, техніки, технологій тощо.

У процесі залучення коштів для фінансування інвестиційних проектів має значення форма власності. Зрозуміло, що для індивідуальних інвесторів важче знайти необхідні кошти для реалізації інвестиційних проектів, ніж для колективних чи спільних. Державні інвестиційні проекти реалізуються, зазвичай, за рахунок централізованих державних коштів або коштів Державного та місцевого бюджетів.

У процесі аналізу інвестиційного проекту важливе значення має тип грошового потоку. Потік називається *одинарним*, якщо він складається з інвестицій, здійснених одночасно або протягом декількох послідовних базових періодів, та подальших притоків грошових коштів. Якщо притоки грошових коштів чергуються в будь-якій послідовності з їх відтоками, то потік називають *неординарним* (див. рис. 6.1.).

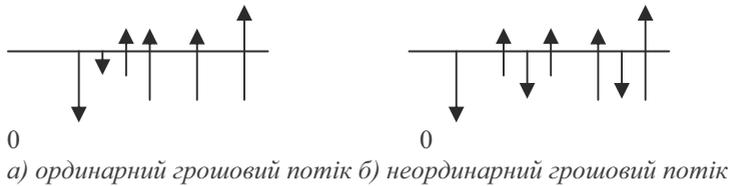


Рис. 6.1. Типи грошового потоку інвестиційного проекту

Якщо прийняття нового проекту сприяє *росту доходів* по одному або декільком іншим проектам, то такі проекти пов'язані між собою відношеннями *компліментарності*. Визначення відношення компліментарності припускає пріоритетність розгляду проектів в комплексі, а не ізольовано. Це має особливе значення, коли прийняття проекту за обраним основним критерієм не є очевидним, – в цьому випадку мають використовуватися додаткові критерії, в тому числі і наявність, і міра компліментарності.

У випадку, коли прийняття нового проекту сприяє *зниженню доходів* по одному або декільком іншим проектам, то такі проекти пов'язані між собою відношеннями *заміщення*. Як приклад можна навести проект, який передбачає відкриття шиноремонтного виробництва на заводі, який виготовляє ці шини. Зрозуміло, що прийняття цього проекту знизить попит на нові вироби.

Розробка та реалізація інвестиційного проекту (насамперед, виробничого спрямування) проходить тривалий шлях від ідеї до випуску продукції. В умовах ринку цей період прийнято розглядати як цикл інвестиційного проекту або *інвестиційний цикл*, який охоплює три фази:

- передінвестиційну (попередні дослідження до остаточного прийняття інвестиційного рішення);
- інвестиційну (проекткування, укладання договорів, будівництво);
- виробничу (етап експлуатації знову створених об'єктів), див. рис. 6.2.

Кожна з цих фаз своєю чергою поділяється на стадії та етапи, яким відповідають своя мета та методи. Так, в передінвестиційній фазі є декілька паралельних видів діяльності, які частково займають і наступну, інвестиційну фазу. Таким чином, як тільки дослідження інвестиційних можливостей визначають доцільність проекту, починаються етапи сприяння інвестиціям та планування їх здійснення.

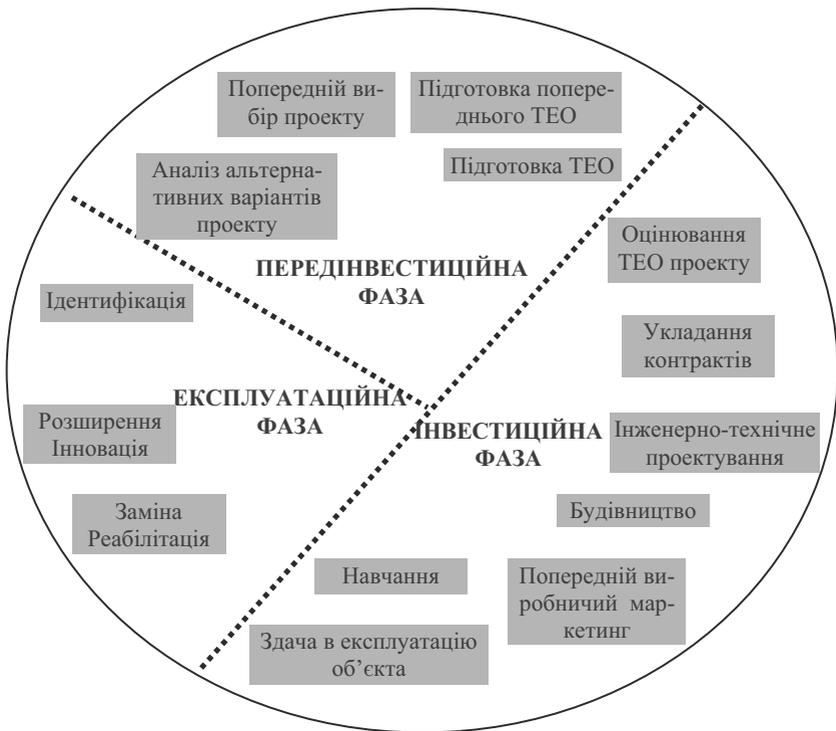


Рис. 6.2. Фази інвестиційного циклу

Зрозуміло, що в інвестиційному циклі найвагомішою є *передінвестиційна фаза*, яка відповідно до розробок ЮНІДО¹ містить чотири стадії:

- пошук інвестиційних концепцій (opportunity studies);
- попередня підготовка проекту (pre-feasibility studies);
- остаточне формулювання проекту та оцінка його техніко-економічної та фінансової прийнятності (feasibility studies);
- етап фінального розгляду проекту та прийняття по ньому рішення (final evaluation).

На першому етапі проводиться укрупнена оцінка найважливіших техніко-економічних параметрів, яка дозволить виявити доцільність розробки конкретного інвестиційного проекту та приблизно оцінити його економічну життєздатність. Розробка ТЕО проекту починається з того, що формулюється кінцева мета проекту та виявляються можливі шляхи досягнення цієї ме-

¹ ЮНІДО (UNIDO, United Nations Industrial Development Organization) – організація ООН з проблем промислового розвитку

ти, тобто розглядається багатоваріантність напрямів розробки проекту з точки зору вибору технології, устаткування, виробничої потужності, місця розташування, фінансування, строків виконання проекту і т. ін. У випадку, коли за попередніми розрахунками усі витрати за проектом значно перевищують надходження, тобто проект є збитковим, його відхиляють і до нього більше не повертаються.

У випадку, коли попередня оцінка ефективності проекту не дала однозначної негативної відповіді про його економічну життєздатність і показала, що проект є або, можливо, буде прибутковим, можна переходити до другого етапу розробки ТЕО, див. рис. 6.3.

Другий етап розробки ТЕО передбачає розширену, деталізовану оцінку ефективності інвестиційного проекту в конкретних розрахунках та цифрах. Кінцевим результатом цієї роботи має стати *Попередній Інформаційний Меморандум*, що надалі використовується при переговорах з інвестором. В цьому документі мають бути відображені такі аспекти інвестиційного проекту: загальна інформація про інвестиційний проект; оцінка маркетингових факторів; визначення виробничої програми; вибір технології, виробництва та технологічного устаткування; вибір місця розташування виробництва; забезпеченість ресурсами; екологічна оцінка проекту; вибір проектувальників, підрядників та постачальників обладнання, сировини, покупців продукції тощо; інституціональні аспекти проекту; фінансова та економічна оцінка проекту; аналіз чутливості; оцінка ризиків проекту.

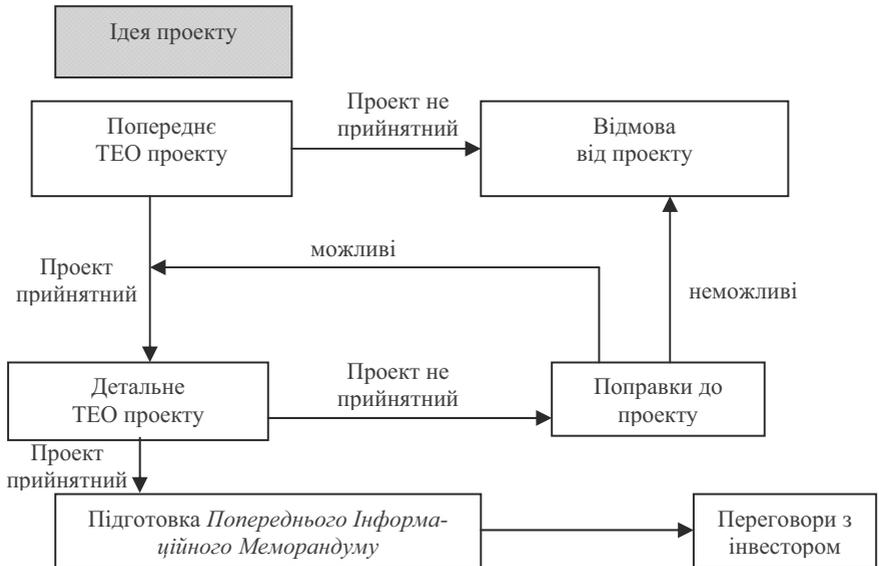


Рис. 6.3. Схема розробки ТЕО інвестиційного проекту

Попередній Інформаційний Меморандум є тим основним первісним документом, що дає потенційному інвестору або кредитору необхідну інформацію про інвестиційний проект, тобто дозволяє прийняти рішення про можливу участь у проекті.

Інвестиційна фаза циклу (або освоєння інвестицій), поділяють на такі стадії:

- встановлення правової, фінансової та організаційної основ для здійснення проекту;
- придбання та передавання технологій, у т. ч. основні проектні роботи;
- детальне проектне опрацювання та укладання контрактів, у т. ч. участь у тендерах, оцінку пропозицій та проведення переговорів;
- придбання землі, будівельні роботи та монтаж обладнання;
- передвиробничий маркетинг, у т. ч. забезпечення поставок та формування адміністрації фірми;
- набір та освіта персоналу;
- здавання в експлуатацію та пуск підприємства.

Інвестиційна фаза – це період реалізації інвестиційного проекту. Головним завданням цього періоду є виконання суб'єктами інвестиційної діяльності своїх функціональних обов'язків щодо проекту. Крім того, вони повинні виконувати постійний контроль та нагляд за процесом реалізації проекту, оцінювати поточні результати (відхилення) та вносити корективи у бізнес-план, проект організації виробництва, проект організації робіт, план фінансування, календарний план або сітьовий графік та інші документи, за допомогою яких можна спостерігати та регулювати освоєння інвестицій.

Механізм проведення такого постійного нагляду та контролю за процесом освоєння інвестицій прийнято називати *моніторингом інвестиційних проектів*.

Експлуатаційна фаза є останнім в проектному циклі, де інвестор одержує результати від вкладеного капіталу. Крім того, основою експлуатаційної фази є реабілітаційні дослідження, які проводяться на рівні фірми або підприємства. Основною метою досліджень є аналіз технічного, комерційного, фінансового та економічного стану підприємства з метою збільшення ефективності його діяльності та прибутковості зі збереженням його як самостійної економічної одиниці, а також для прийняття рішень про злиття з іншими компаніями або про його повне закриття. Таке дослідження містить:

- ⊕ *попередню діагностику*, де проводиться аналіз підприємств, які потребують реабілітації;
- ⊕ *діагностику* – стадія на якій визначаються слабкі сторони підприємства, а також можливі сторони реабілітації;
- ⊕ *короткострокові заходи з реабілітації* – на цій стадії здійснюються заходи, які не потребують великих капіталовкладень (реорганізація

- фінансового управління, управління запасами, контролю або попереджувального технічного обслуговування);
- ❖ *оцінку проектів та збільшення фінансування* – у випадку завершення діагностичного аналізу, вирішується питання про залучення додаткових інвестиційних коштів для фінансування реабілітаційних проектів;
- ❖ *реабілітацію* – це заключний процес, який містить: додаткове навчання з усіх аспектів реабілітації, введення попереджувального технічного обслуговування та контролю якості, покращення фінансового та загального управління, консультування з питань стратегії, планування та інвестування.

Таким чином, знову починається фаза передінвестиційних досліджень.

Загальна процедура впорядкування інвестиційної діяльності щодо конкретного проекту формалізується у вигляді так званого **проектного циклу** (спрощена форма інвестиційного циклу), який має такі етапи.

- ❖ *Формулювання проекту (ідентифікація)*. На цьому етапі керівництво аналізує поточний стан підприємства та визначає найбільш пріоритетні напрями його подальшого розвитку. Результатом цього аналізу є бізнес-ідея, яка подається як інвестиційний проект.
- ❖ *Розробка (підготовка) проекту*. На цьому етапі здійснюється поступове уточнення та вдосконалення плану проекту за всіма його напрямками – комерційному, технічному, фінансовому, економічному, інституціональному тощо. Важливим на цьому етапі є також пошук та збір вихідної інформації для вирішення окремих завдань проекту.
- ❖ *Експертиза проекту*. Це найважливіший етап проектного циклу, на якому інвестор або сам проводить експертизу інвестиційного проекту за всіма напрямками, або залучає для цього авторитетну консалтингову компанію.
- ❖ *Здійснення проекту*. Стадія охоплює реальний розвиток бізнес-ідеї до того моменту, коли проект вводиться в експлуатацію. Вона містить також основну частину реалізації проекту, завданням якої є перевірка наявності грошових потоків, які генерує проект, для покриття вкладених інвестицій та забезпечення бажаної інвестором віддачі.
- ❖ *Оцінка результатів*. Проводиться як по закінченню проекту загалом, так і в процесі його реалізації. Основна мета стадії – порівняння ідей, закладених у проект із мірою їх фактичного виконання.

6.2. БІЗНЕС-ПЛАН ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ

Після проведення усіх необхідних досліджень, які передують прийняттю інвестиційного рішення, необхідно скласти певний підсумковий документ, який дозволить учасникам інвестиційного проекту не лише прийняти,

але й зафіксувати, що, коли та кому належить зробити, щоб виправдалися сподівання на ефективність проекту. Для цього складається бізнес-план, який є головним інструментом для відбиття підприємницької ідеї.

Бізнес-план – це стандартний документ, у якому детально обґрунтовуються концепція призначеного для реалізації реального інвестиційного проекту і наводяться основні його технічні, економічні, фінансові та соціальні характеристики. Він описує основні аспекти майбутнього проекту, аналізує всі проблеми, на які проект може натрапити, а також визначає способи їх вирішення. Таким чином, бізнес-план інвестиційного проекту дає можливість з'ясувати життєздатність проекту за умов ринкової конкуренції, містить орієнтири подальшого розвитку підприємства, а також є підставою для отримання фінансової підтримки від зовнішніх інвесторів.

Головними принципами, якими слід керуватися при розробці бізнес-планів інвестиційного проекту, є:

- ❖ *безперервність* – означає, що роботи зі складання інвестиційних бізнес-планів на підприємстві повинні вестися постійно, без перерв. Для забезпечення реальності цих планів до них слід вносити оперативні необхідні зміни, які можуть бути обумовлені змінами у макро- та мікросередовищах;
- ❖ *багатоваріантність* – відображає потребу в отриманні не одного, а сукупності альтернативних варіантів бізнес-планів інвестиційного проекту. З безлічі отриманих планів перевага надається якнайкращому з них для конкретних умов виробництва та збуту;
- ❖ *множинність мети* – має забезпечити як можливість вибору у конкретній ринковій ситуації певної кількості як домінуючих інвестиційних цілей, так і вирішення оптимізаційних параметрів на основі багатоцільового підходу;
- ❖ *кількісна оцінка мети розвитку підприємства* – означає потребу подавати у цифровому виразі, заплановані до досягнення мети, виробництво та збут готової продукції або послуг;
- ❖ *науковість* – означає необхідність побудови інвестиційних планів на основі економічних і фінансових розрахунків, які базувалися б на правильно обраних елементах системи планування, достатньо точних початкових даних і прогресивних нормах і нормативах;
- ❖ *збалансованість* – відображає потребу отримання системи тісно взаємопов'язаних і узгоджених бізнес-планів, які реалізуються одночасно на певному підприємстві;
- ❖ *оптимальність* – полягає в необхідності знаходження та реалізації якнайкращих рішень бізнес-планів;
- ❖ *системність* – обумовлює потребу проектування всіх елементів системи інвестиційного планування у тісній єдності та взаємообумовленості;
- ❖ *спадкоємність* – полягає в тому, що числові оцінки економічних, фінансових і інвестиційних показників, що отримуються в результаті роз-

робки бізнес-плану, повинні повністю відповідати стратегічному плану розвитку фірми;

- ❖ *швидке (згучке) реагування* – припускає необхідність оперативного внесення відповідних коригувань у плани інвестиційної діяльності підприємства, зумовлені змінами, що відбулися в мікро- та макросередовищі.

Згідно з методичними рекомендаціями Міністерства економіки України [2], розроблення бізнес-плану підприємства здійснюється в декілька етапів:

- 1) підготовчий;
- 2) розроблення бізнес-плану;
- 3) реалізація бізнес-плану.

Головним елементом на підготовчому етапі є формування перспективної бізнес-ідеї, яка є ідеєю виробництва нової продукції (надання нових послуг, виконання робіт), впровадження нового технічного, організаційного або економічного рішення тощо. На цьому етапі підприємство здійснює збір та аналіз інформації про продукцію (послуги), визначає основні напрями та тенденції розвитку галузі, формулює бізнес-ідею (концепцію розвитку виробництва) та здійснює її попередню техніко-економічну оцінку.

На підставі аналізу технічної можливості підприємства, відгуків покупців, результатів випуску такої самої або аналогічної продукції конкурентами, пропозицій працівників підрозділу маркетингу, результатів науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт, підприємство обґрунтовує перспективність бізнес-ідеї.

У разі прийняття позитивного рішення стосовно впровадження бізнес-ідеї підприємство здійснює розроблення бізнес-плану. Формується група розробників бізнес-плану, визначається система організаційного та фінансового забезпечення бізнес-планування.

На етапі реалізації бізнес-плану визначаються та виконуються завдання як на підприємстві, так і за його межами, серед яких основними є:

- ✚ формування потрібних для реалізації бізнес-плану практичних завдань, їх логічної послідовності та графіка виконання;
- ✚ визначення необхідних ресурсів для виконання кожного завдання;
- ✚ розроблення кошторису реалізації та потоків ресурсів, що забезпечують фінансування протягом усього часу реалізації бізнес-плану;
- ✚ здійснення практичних завдань, контроль показників його реалізації та коригування, за необхідності, завдань і розрахунків, зроблених під час складання бізнес-плану.

Розробляючи бізнес-план, варто враховувати певні вимоги до його форми, у тому числі:

- *Чітку структуру ізацію документа.* В міжнародній практиці прийняті певні вимоги, яким має відповідати конкретний документ, і зокрема, є ряд обов'язкових розділів, присвячених конкретним аспектам інвестиційного проекту.

➤ *Достовірність інформації, яка наводиться у бізнес-плані, та обґрунтованість економічних показників.* Усі показники, як кількісні, так і якісні, що наводяться в бізнес-плані, мають бути ретельно звірені з документами, з яких вони одержані. Для усіх економічних показників необхідні документальні підтвердження, розрахунки та обґрунтування.

➤ *Наочність матеріалу, що подається.* Бізнес-план має містити схеми, таблиці, графіки, діаграми тощо, це повинно полегшити розуміння найважчих моментів документа.

➤ *Якість оформлення.* Бізнес-план має бути найкращим чином оформленим, як з точки зору викладу матеріалу, так і щодо помилок та виправлень.

➤ *Обсяг бізнес-плану.* Зазвичай, обсяг бізнес-плану залежить від обсягу інвестицій, проте на практиці вважається оптимальним обсяг в межах 40–50 сторінок. Крім того, бізнес-план може містити і додатки, обсяг яких не регламентується.

З урахуванням цих вимог, структура бізнес-плану інвестиційного проекту може мати такий вигляд, див. табл. 6.2.

Таблиця 6.2.

Структура бізнес-плану інвестиційного проекту

| РОЗДІЛ | ЗМІСТ ІНФОРМАЦІЇ В ПЕВНОМУ РОЗДІЛІ |
|---|---|
| Резюме | <ul style="list-style-type: none"> - назва і адреса підприємства - засновники - статус та мета проекту - вартість проекту - потреба у фінансах |
| Аналіз галузі, де реалізується проект | <ul style="list-style-type: none"> - поточна ситуація та тенденції розвитку в галузі - напрями та завдання діяльності проекту |
| Характеристика продукції (послуг) | <ul style="list-style-type: none"> - види продукції (послуг) та їх якісні показники - ліцензії та патенти |
| Розміщення об'єкта | <ul style="list-style-type: none"> - повна адреса об'єкта |
| Аналіз ринку | <ul style="list-style-type: none"> - потенційні споживачі продукції - потенційні конкуренти - розмір ринку та його зростання - оціночна частка ринку |
| Планування обсягів і структури виробництва | <ul style="list-style-type: none"> - загальні обсяги виробництва - прогнозовані річні обсяги виробництва - структура виробництва - вплив на навколишнє середовище |

| | |
|---|---|
| Забезпеченість виробництва основними ресурсами | <ul style="list-style-type: none"> - наявність сировини, матеріалів, основних постачальників - наявність енергетичних ресурсів - наявність машин та устаткування - наявність технологій - наявність кваліфікованої робочої сили |
| Стратегія маркетингу | <ul style="list-style-type: none"> - ціни на продукцію - цінова політика - канали збуту - реклама - прогнозування нової продукції |
| Управління реалізацією інвестиційного проекту | <ul style="list-style-type: none"> - власність та організаційно-правова форма підприємства - відомості про партнерів, власників підприємства, керівний склад, чисельність персоналу - організаційна структура управління - оплата праці |
| Оцінювання ризиків та форми їх страхування | <ul style="list-style-type: none"> - слабкі сторони підприємства - слабкі сторони інвестиційного проекту - види ризиків та ймовірність їх появи - методи захисту від проектних ризиків - альтернативні стратегії та шляхи зменшення ризиків |
| Фінансовий план | <ul style="list-style-type: none"> - загальний обсяг інвестицій - структура джерел фінансування проекту - план доходів та витрат - план грошових надходжень та виплат - очікуваний баланс - точка беззбитковості - показники ефективності інвестиційного проекту (чистий приведений дохід, індекс прибутковості, строк окупності, внутрішня норма дохідності інвестицій та інші) |
| Додатки | <ul style="list-style-type: none"> - копії контрактів - копії ліцензій та патентів - копії документів, з яких взяті вихідні дані - прейскуранти та калькуляція витрат |

Водночас загальна схема та порядок викладу змісту бізнес-планів можуть різнитися залежно від характеру інвестиційного проекту. Так, для великих інвестиційних проектів, які потребують значних капітальних витрат, або ж розраховані на тривалий період, а також пов'язані з випуском і впровадженням на ринок нових видів продукції, товарів, послуг, має бути розроблений повний варіант бізнес-плану. Він передбачає врахування та деталізацію всіх напрямів майбутньої діяльності, аналіз можливих ризиків і шляхів їх уникнення. Окремі висновки, пропозиції підтверджуються необхідними розрахунками, графіками, таблицями.

Для невеликих інвестиційних проектів (наприклад, для обґрунтування одержання інвестиційного кредиту) допускається скорочений варіант бізнес-плану, який визначає загальні цілі та шляхи їх досягнення.

Підготовка будь-якого бізнес-плану інвестиційного проекту – це важкий та трудомісткий процес. Для його розробки необхідно розглядати декілька сценаріїв розвитку з урахуванням чутливості до змін на ринку, а також необхідний постійний контроль та коригування проекту з урахуванням фактичних змін в грошовому потоці. Здійснити це можливо лише за допомогою інформаційно-комп'ютерних технологій фінансового планування та контролю за інвестиціями. Сьогодні на ринку інформаційних технологій України представлений та успішно використовуються ряд програм такого виду: *MICROSOFT PROJECT*, *TIME LIME*, *PRIMAVERA*, *COMFAR*, *PROJECT EXPERT*, *АЛЪТ-ІНВЕСТ* та ін.

Найчастіше розробка практичного бізнес-плану інвестиційного проекту може бути здійснена за допомогою пакету прикладних програм (ППП) «Project Expert».

ППП «Project Expert» є системою стратегічного інвестиційного проектування, в основу якої покладені методика оцінки інвестиційних проектів ЮНІДО та методика фінансового аналізу, яка відповідає міжнародним стандартам бухгалтерського обліку.

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

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

Програмний комплекс «Project Expert» може використовуватися як на стадії розробки інвестиційного проекту, так і на стадії його експлуатації, бо дозволяє достатньо швидко провести перерахунок (актуалізацію) бізнес-плану, за допомогою якого дається обґрунтування економічної ефективності інвестиційного проекту, що реалізується.

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

6.3. АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЄКТУ

Економічне обґрунтування ефективності інвестицій дозволяє порівняти можливі варіанти вкладення засобів в технічні, технологічні, організаційні та інші заходи, представлені у кожному конкретному проєкті. Оцінка й обґрунтування фінансових ресурсів, їх ефективності дозволяє розробникам проєктів та фінансовим менеджерам бути компетентнішими в питаннях конкретної пропозиції (інвестиційного проєкту), ухвалювати краще рішення з можливих. Разом із тим, навіть правильно та детально розраховані витрати не можуть бути гарантією високоякісного рівня проєкту. Для того, щоб зробити проєкт таким, що працює а саме, інвестиції реальними, на кожному етапі (стадії) необхідний аналіз економічної доцільності та реалізації інвестицій або *інвестиційний аналіз*.

Інвестиційний аналіз як наука є системою спеціальних знань про методи та прийоми дослідження процесів, вживані для обробки та оцінки економічної інформації про інвестиційну діяльність суб'єктів господарювання. Інвестиційний аналіз – це прикладна наука, оскільки широко використовується в практичній діяльності та сприяє підвищенню ефективності управління інвестиціями.

Водночас, поняття інвестиційного аналізу може розглядатися як: метод пізнання економічних процесів та явищ; самостійна функція у системі інвестиційного менеджменту; процес аналітичної обробки інформації в ході обґрунтування та ухвалення інвестиційних рішень тощо.

Інвестиційний аналіз або аналіз інвестиційного проєкту – це, передусім, зіставлення витрат на здійснення інвестиційного проєкту та вигод, які будуть отримані від його реалізації. Проте, оскільки вигоди від будь-якого проєкту та витрати на його здійснення зазвичай багаточисельні і не завжди легко вираховуються, то і визначення прибутковості (вигідності) перетворюється на тривалий, багатоетапний і вельми трудомісткий процес, що охоплює всі стадії і фази інвестиційного проєкту. Аналіз виконується на усіх

етапах розробки проекту та, особливо, при техніко-економічному обґрунтуванні або зіставленні бізнес-плану проекту.

Інвестиційний аналіз дозволяє системно оцінити вади і переваги проектів через встановлення логічних схем для:

- ✓ збирання та аналізу даних;
- ✓ визначення інвестиційних пріоритетів;
- ✓ розгляду альтернативних варіантів;
- ✓ аналізу існуючих проблем і врахування різних аспектів розробки та реалізації проектів до прийняття рішення про їх фінансування.

Основними *функціями аналізу інвестиційних проектів* є:

↪ розробка впорядкованої структури підбору даних, яка б забезпечила ефективну координацію заходів при виконанні проекту;

↪ оптимізація процесу прийняття рішень на основі аналізу альтернативних варіантів, визначення черговості виконання заходів і вибору оптимальних для певного проекту технологій;

↪ чітке визначення організаційних, фінансових, технологічних, соціальних та екологічних проблем, що виникають на різних стадіях реалізації проекту;

↪ сприяння прийняттю компетентних рішень щодо доцільності використання ресурсів для реалізації проекту.

Такий аналіз тісно пов'язаний із:

- ✓ дослідженням економічних процесів в їх взаємозв'язку, що складаються під впливом об'єктивних економічних законів і чинників суб'єктивного порядку;
- ✓ науковим обґрунтуванням бізнес-планів інвестиційних проектів та об'єктивною оцінкою їх виконання;
- ✓ виявленням позитивних і негативних факторів і кількісним вимірюванням їх дії;
- ✓ розкриттям тенденцій і пропорцій господарського розвитку;
- ✓ визначенням невикористаних внутрішньогосподарських резервів;
- ✓ узагальненням передового досвіду та ухваленням оптимальних управлінських рішень в інвестиційній сфері.

Під *предметом аналізу інвестиційних проектів* варто розуміти соціально-економічну ефективність або кінцеві фінансові результати інвестиційної діяльності держави, підприємств, об'єднань чи асоціацій. Відповідно до іншого підходу, предметом інвестиційного аналізу є причинно-наслідкові зв'язки економічних процесів і явищ у інвестиційному середовищі. Пізнання таких зв'язків в інвестиційній діяльності підприємств дозволяє розкрити сутність економічних явищ і дати правильну оцінку досягнутим результатам, виявити резерви підвищення ефективності виробництва, обґрунтувати бізнес-плани та управлінські рішення.

Об'єктом такого аналізу є фінансово-господарська діяльність підприємств (організацій) як сукупність виробничих відносин, які розглядаються у контексті взаємозв'язку з техніко-організаційними, соціальними та іншими умовами інвестиційної діяльності.

Суб'єкти інвестиційного аналізу – це користувачі інформації про фінансово-господарську діяльність підприємства (організації). До них, передусім належать основні партнерські групи, що безпосередньо зацікавлені в результатах і досягненнях інвестиційної діяльності підприємства і аналізують інформацію з погляду своїх інтересів для ухвалення інвестиційних рішень. До основних груп користувачів інформації підприємства входять власники, керівництво, персонал, постачальники, покупці, кредитори, держава в особі податкових і статистичних та інших органів.

До неосновних партнерських груп або опосередковано зацікавлених користувачів інформації інвестиційного аналізу належать аудиторські та консалтингові фірми, страхові компанії, фондові біржі, юридичні та інші фірми. При цьому тільки керівництво та, певною мірою, власники підприємства мають у своєму розпорядженні можливості доступу до повного обсягу інформації, отриманої у процесі здійснення інвестиційного аналізу. Решта користувачів у ході розгляду і ухвалення інвестиційних рішень керуються, зазвичай, аналізом публічної інформації, розміщеної у засобах масової інформації.

Суб'єкти інвестиційного аналізу істотно відрізняються за участю у реалізації інвестиційного проекту. Зокрема, для власників, зацікавлених у стабільності та зростанні дивідендів на вкладений капітал, пріоритетними є прибутковість капіталу та фінансова стійкість підприємства, у зв'язку з чим аналізу, передусім, підлягають фінансовий стан та фінансові результати від реалізації проекту. Персонал підприємства, зважаючи на зацікавленість у збільшенні заробітної плати, інших форм заохочень і соціальних виплат, аналізує, переважно, фінансові результати. Постачальники та покупці задля визначення здатності підприємства виконати свої договірні зобов'язання, відповідно по своєчасній оплаті та постачанням продукції та послуг, аналізують фінансовий стан. Об'єктом аналізу кредиторів підприємства є ліквідність балансу, платоспроможність і кредитоспроможність підприємства. Для податкових органів, через їх зацікавленість в максимізації і своєчасності надходження податків та зборів, пріоритетним об'єктом інвестиційного аналізу є фінансові результати. Своєю чергою, керівництво, топ-менеджмент підприємства задля об'єктивної всебічної оцінки ефективності інвестиційної діяльності та прийняття оптимальних управлінських рішень аналізує все інформаційне поле підприємства, дані системного бухгалтерського обліку та звітності.

Аналіз інвестиційних проектів здійснюється на базі прийомів та методів, які не є його привілеєм, а використовуються і в інших сферах теоретичної і прикладної економіки: порівняння та групування, ланцюгових підс-

тановок, різниць та ін. В окремих випадках використовуються методи економіко-математичного моделювання (наприклад, регресивний, кореляційний аналіз). У такому аналізі використовують й інші методи: вирахування різниць (різновид методу ланцюгових підстановок), теорія ігор і масового обслуговування, лінійне програмування тощо. Вдосконалення прийомів та методів аналізу пов'язане з широким застосуванням ЕОМ.

Методи та прийоми аналізу інвестиційних проектів є засобами для глибокого розкриття тих або інших положень та процесів в інвестиційній сфері, а також для точного формування висновків і рекомендацій на будь-якому ієрархічному рівні. Процедура та методи такого аналізу направлені на висування альтернативних варіантів вирішення проблеми проектування та інвестування, виявлення масштабів невизначеності по кожному з них та їх зіставлення за різними критеріями ефективності.

Аналіз інвестиційного проекту визначають і як *проектний аналіз*, який є сукупністю методологічних заходів та прийомів, які використовуються для підготовки та обґрунтування проектних рішень. Тобто, перед тим, як реалізувати будь-який інвестиційний проект, його обирають, проектують, вираховують, а, головне, оцінюють його ефективність, насамперед, на основі порівняння витрат на проект та результатів від його впровадження в життя. Враховуючи це, проектний аналіз містить:

Технічний аналіз, тобто завдання визначити найбільш ефективні для певного проекту техніку та технологію.

Комерційний аналіз (маркетинговий), тобто аналіз ринку збуту продукції та послуг, які будуть здійснюватися після реалізації інвестиційного проекту.

Інституціональний аналіз, тобто оцінку організаційно-правового, адміністративного, політичного середовища, в якому буде здійснюватися реалізація проекту, та пристосування його до цього середовища, а також пристосування власне організаційної структури фірми до проекту.

Соціальний (соціально-культурний) аналіз, тобто дослідження впливу результатів проекту на життя місцевих жителів.

Бюджетний аналіз, який враховує фінансові наслідки здійснення проекту для державного або місцевого бюджету.

Аналіз навколишнього середовища, тобто виявлення та експертна оцінка збитків, які можуть бути нанесені цим проектом навколишньому середовищу та пропозиції способів пом'якшення або відвернення цього збитку.

Фінансовий та економічний аналіз, тобто порівняння витрат та користі від проекту. Економічний аналіз оцінює дохідність щодо всього суспільства (країни), а фінансовий оцінює проект з позиції фірми та її кредиторів, якщо він кредитується.

Кожен із цих аналізів є важливим, проте фінансово-економічні аспекти інвестиційної діяльності в багатьох випадках мають вирішальне значення, бо визначають реальну ефективність вкладання коштів.

6.4. МЕТОДИ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ

У системі управління реальними інвестиціями оцінка ефективності інвестиційних проектів є одним з найвідповідальніших етапів. Від того, наскільки об'єктивно проведена ця оцінка, залежать строки повернення вкладеного капіталу, варіанти альтернативного його використання, додатковий потік операційного прибутку підприємства в майбутньому періоді тощо.

Взагалі, оцінка – це процес визначення відповідності чогось встановленим критеріям. Отже, для того, щоб провести оцінку інвестиційного проекту, необхідно знати – відповідно до яких критеріїв вона має здійснюватись. Разом із тим, потрібно мати певну методологію здійснення такої оцінки. Ця методологія залежить знову таки від потрібних критеріїв.

Залежно від того, яку спрямованість має інвестиційний проект, ці критерії можуть відрізнятися і конкретизуватися по-різному, див. табл. 6.3.

Таблиця 6.3.

Критерії оцінки та відбору інвестиційних проектів

| Соціальні | Юридичні | Фінансово-економічні | Технічні |
|--|---|---|---|
| 1. Відповідність проекту стратегії економічного та соціального розвитку та пріоритетних напрямів структурної перебудови. 2. Сприяння створенню нових робочих місць, особливо в регіонах, з напруженим ринком праці. 3. Рівень використання місцевих матеріальних і трудових ресурсів | 1. Відповідність вимогам санітарно-гігієнічних, радіаційних, екологічних, архітектурних та інших норм, установлених законодавством. 2. Наявність відповідних ліцензій із зазначенням виду діяльності | 1. Фінансово-економічні показники ефективності (чиста теперішня вартість, індекс дохідності, внутрішня норма рентабельності, термін окупності). 2. Результати маркетингових досліджень (ємність, динаміка, продуктова структура, конкурентоздатність продукту). 3. Оцінка фінансових ризиків проекту. 4. Показники ліквідності проекту | 1. Виробнича потужність та структура майбутнього виробництва. 2. Асортимент та обсяги ресурсів, що будуть для нього використані. 3. Технічні основи реалізації майбутнього виробництва (технологія та устаткування) |

Оцінка інвестиційних проектів містить:

- 1) оцінку конкретного проекту;
- 2) обґрунтування доцільності участі у проекті;
- 3) порівняння декількох проектів та вибір кращого з них.

Зокрема, *оцінка конкретного проекту* передбачає:

- ❖ оцінку здатності фінансової реалізації проекту;
- ❖ оцінку вигідності реалізації проекту чи участі у ньому з точки зору учасників проекту, держави, суспільства (розрахунок абсолютної ефективності);
- ❖ виявлення граничних умов ефективної реалізації проекту;
- ❖ оцінку ризику, пов'язаного з реалізацією проекту, стійкості проекту за випадкових коливань ринкової кон'юнктури й інших змін зовнішніх умов реалізації.

За результатами такої оцінки приймається рішення про реалізацію проекту чи його відхилення.

Обґрунтування доцільності участі в проекті виконується для зовнішніх інвесторів, кредиторів або держави. Зовнішнім інвесторам необхідно обґрунтувати обсяг необхідних інвестицій і за результатами такої оцінки учасники приймають рішення про свою участь у проекті або відмову.

Найчастіше у реалізації інвестиційних проектів беруть участь фінансові установи. Кожна з них може бути як ініціатором інвестиційного проекту, так і його учасником. Це залежить від того, що це за проект щодо компанії: внутрішній чи зовнішній.

Фінансові установи, об'єднуючи інвестиційний проект в комплексі, оцінюють і фінансовий стан суб'єктів господарювання, з якими вони вступають у фінансові відносини.

Зокрема, банки найчастіше оцінюють інвестиційний проект у процесі його кредитування. Враховуючи те, що *кредитування під інвестиційний проект* – це довгострокове кредитування інвестиційних проектів під майбутні доходи, яке передбачає як оцінку банком інвестиційного проекту щодо його фінансової самоокупності, так і практичну реалізацію цього проекту (*оцінку бізнес-плану реалізації проекту*) [4], то під час оцінки реалізації інвестиційного проекту банком визначається:

- ❖ *здатність позичальника ефективно реалізувати інвестиційний проект та отримати заплановані результати;*
- ❖ *надійність та стабільність бізнесу, яким займається позичальник, протягом часу, потрібного для завершення проекту і повернення кредиту;*
- ❖ *врахування як позичальником, так і банком всіх ризиків, наявних під час кредитування під інвестиційний проект.*

Об'єктом оцінки є документація, яка надається в банк позичальником інвестиційного кредиту, у тому числі:

- техніко-економічне обґрунтування інвестицій у проект;
- фінансова звітність підприємства-позичальника, звіти фінансового аудиту, установчі документи підприємства – заявника;
- допоміжні (щодо ТЕО) дослідження;
- контракти або проекти контрактів робіт за проектом;

- дозволи ліцензії й узгодження державних органів;
- інші документи та матеріали.

Метою оцінки банком інвестиційного проекту є:

- ⇒ перевірка вихідних даних, закладених у ТЕО інвестицій;
- ⇒ перевірка на основі власного аналізу і власних розрахунків кінцевих висновків і кількісних показників, що характеризують життєздатність проекту (чиста теперішня вартість, індекс дохідності, внутрішня норма рентабельності, термін окупності);
- ⇒ формулювання рекомендацій кредитному комітету банку з питання надання кредиту для фінансування інвестиційного проекту;
- ⇒ визначення рамкових фінансових умов для ведення переговорів з надання кредиту (процентна ставка, терміни кредитування, спосіб погашення тощо).

Експертиза банком інвестиційного проекту складається з 2-х етапів: попереднього та поглибленого аналізу проекту. Вона є найважливішою стадією роботи над інвестиційним проектом, бо складається з оцінки інвестиційного проекту, фінансового стану підприємства, його платоспроможності, визначення ризиків інвестування та має на меті надання достатньої аналітичної інформації про проект інвесторам для прийняття виваженого рішення.

Метою попереднього розгляду та аналізу наданих інвестиційних проектів є визначення джерела фінансування з внесенням проекту до інформаційної бази даних інвестиційних проектів.

Основним завданням проведення поглибленої експертизи інвестиційного проекту та оцінювання фінансового стану замовника є визначення потенційної можливості реалізації проекту за рахунок коштів банку та спроможності позичальника раціонально розпорядитися залученими інвестиційними коштами з метою отримання очікуваного результату.

Експертиза інвестиційного проекту здійснюється після надання позичальником повного пакета документів, у тому числі розширеного бізнес-плану, а також отримання відділом експертизи інвестицій додаткової інформації з незалежних джерел.

Аналіз ефективності інвестиційного проекту залежить від масштабності проекту та від суми кредиту, необхідної для фінансування інвестицій. Для цього банк попередньо повинен сформулювати необхідний масив, у якому інвестиційні проекти поділяються на «малі», «середні» та «великі». На основі даних цього інформаційного масиву проводиться експертиза інвестиційного проекту за принципом:

- ✚ для оцінювання «малих» проектів достатньо здійснити попередню експертизу;
- ✚ «середні» проекти передбачають проведення попередньої та основної експертизи;
- ✚ «великі» проекти потребують попередньої, основної та заключної експертизи.

У цьому контексті варто зазначити, що незалежно від обсягу проекту для банку основним критерієм для прийняття рішення про кредитування є повернення вкладеного капіталу.

Виходячи з цього, основними критеріями відбору проектів для кредитування повинні бути кількісні та якісні показники, табл. 6.4. [8], що однак можуть відрізнятися по різних банках.

Міністерство економіки України рекомендує використовувати такі фінансові показники, рекомендовані до зазначення в бізнес-плані проекту, що майже відповідають і значно розширюють показники, рекомендовані НБУ для визначення фінансового стану позичальника [2, 4].

За наявності декількох альтернативних проектів чи варіантів проекту стає важливим завдання їх порівняння і вибору кращого з них. Відповідні розрахунки мають назву розрахунків порівняльної ефективності.

До тієї самої групи потрапляє завдання відбору рекомендованих до реалізації проектів з певної їх сукупності при обмеженнях за обсягом ресурсів, зокрема, при відборі проектів для внесення до інвестиційної програми. При вирішенні більшої частини цих завдань використовуються передусім, інтегральні показники ефективності проектів.

Таблиця 6.4.

Фінансові показники, що використовуються банками для оцінки інвестиційного проекту

| № п.п. | Назва коефіцієнта | Формула | Нормативне значення |
|----------|---|--|---------------------|
| 1 | Коефіцієнти ліквідності | | |
| 1.1 | Коефіцієнт поточної ліквідності | Сума оборотних активів, витрати майбутніх періодів / Поточні зобов'язання | 1,5 |
| 1.2 | Коефіцієнт абсолютної ліквідності | Сума грошових коштів, поточні фінансові інвестиції / Поточні зобов'язання | 0,2-0,35 |
| 1.3 | Коефіцієнт покриття | Оборотні активи / Позиковий капітал | > 1 |
| 2 | Коефіцієнти фінансової стійкості | | |
| 2.1 | Коефіцієнт концентрації власного капіталу | Власний капітал / Баланс | > 0,5 |
| 2.2 | Коефіцієнт фінансової залежності | Баланс / сума власного капіталу, забезпечення подальших виплат і платежів, доходи майбутніх періодів | = 2 |
| 2.3 | Коефіцієнт маневреності власного капіталу | Власний капітал – необоротні активи / Власний капітал | > 0,1 |

| | | | |
|----------|---|---|--|
| 2.4 | Коефіцієнт концентрації позикового капіталу | Позиковий капітал / Баланс | > 0,5 |
| 2.5 | Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів | Довгострокові пасиви / Довгострокові пасиви + Власний капітал | Зростання показника в динаміці – негативна тенденція |
| 2.6 | Коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів | Позикові кошти / Власний капітал | Збільшення показника – зниження фінансової стійкості |
| 3 | Коефіцієнти ділової активності | | |
| 3.1 | Коефіцієнт загальної оборотності капіталу | Виручка від реалізації / Баланс | Зростання показника – сприятлива тенденція |
| 3.2 | Коефіцієнт оборотності готової продукції | Виручка від реалізації / Середній за період розмір готової продукції | Зростання показника – сприятлива тенденція |
| 3.3 | Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості | Виручка від реалізації / Середньорічна вартість чистої дебіторської заборгованості | Зменшення показника – сприятлива тенденція |
| 3.4 | Середній строк обороту дебіторської заборгованості | Тривалість періоду / Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості | Зменшення показника – сприятлива тенденція |
| 3.5 | Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості | Виручка від реалізації / Середньорічна вартість чистої кредиторської заборгованості | Зменшення показника – сприятлива тенденція |
| 3.6 | Середній строк обороту кредиторської заборгованості | Тривалість періоду / Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості | Зменшення показника – сприятлива тенденція |
| 3.7 | Коефіцієнт оборотності власних коштів | Виручка від реалізації готової продукції / Середньорічна вартість власних засобів | Зростання показника – сприятлива тенденція |
| 4 | Коефіцієнти прибутковості | | |
| 4.1 | Чиста норма прибутку | Прибуток після сплати податків / Чистий обсяг продажу | Зростання показника – сприятлива тенденція |
| 4.2 | Загальний дохід на активи | Прибуток після сплати податків / Підсумок балансу по активах | Зростання показника – сприятлива тенденція |

Оцінний висновок, зазвичай, стосується не тільки конкретного проекту, але також галузей промисловості, пов'язаних із ним, та економіки загалом. Для великомасштабних проектів може знадобитися перевірка зібраних

даних і аналіз всіх факторів проекту, обумовлених його діловим середовищем, місцезнаходженням, ринком, а також наявністю ресурсів.

Оцінку інвестиційних проектів можна розглядати і як систему принципів та показників, що визначають ефективність вибору для реалізації окремих інвестиційних проектів.

Базовими принципами, що використовують у сучасній практиці оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів, є:

- ✚ *Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів повинна здійснюватися на основі порівняння обсягу інвестиційних затрат, з одного боку, і суми та строків повернення інвестованого капіталу – з іншого (це загальний принцип формування системи оцінних показників ефективності інвестицій);*
- ✚ *Оцінка обсягів інвестиційних затрат повинна охоплювати всю їх сукупність, пов'язаних з реалізацією проекту (в процесі оцінки повинні враховуватися всі прямі та непрямі затрати грошових коштів);*
- ✚ *Оцінка повернення інвестованого капіталу повинна здійснюватися на основі показника чистого грошового потоку «Net Cash Flow – CF» (цей показник формується, переважно, за рахунок суми чистого прибутку та амортизаційних відрахувань);*
- ✚ *У процесі оцінки суми інвестиційних затрат і чистого грошового потоку повинні бути приведені до теперішньої вартості;*
- ✚ *Вибір дисконтної ставки в процесі приведення окремих показників до теперішньої вартості повинен бути диференційований для різних інвестиційних проектів (в процесі такої диференціації мають бути враховані рівень ризику, ліквідності та інші індивідуальні характеристики реального інвестиційного проекту).*

Першим етапом у визначенні **показників ефективності інвестиційного проекту** є аналіз та оцінка грошових потоків інвестиційного проекту, які базуються на прогностичній інформації про передбачений обсяг випуску та збут продукції, розмірі операційних витрат, аналітичних висновках про початкові та подальші потреби в активах довгострокового користування та чистого оборотного капіталу. Для розрахунку грошового потоку плановий строк реалізації капіталовкладень рекомендується поділити на три відрізки часу за періодами виникнення грошових коштів:

- 1) розробка та початкові інвестування проекту;
- 2) експлуатація інвестиційного проекту;
- 3) завершення проекту.

Узагальнюючими (синтетичними) показниками в аналізі грошових потоків інвестиційного проекту є:

- ✓ початкові інвестиційні витрати (-), табл. 6.5;
- ✓ чистий операційний грошовий потік в періоді t (+, -), табл. 6.6;
- ✓ ліквідаційний грошовий потік (+, -), табл. 6.7.

Таблиця 6.5.

Початкові інвестиційні витрати

| <i>Показники</i> | Одноразові інвестиційні витрати (01.01.0_) | Додаткові інвестиційні витрати (01.01.0_) |
|---|---|--|
| 1. Капітальні витрати, (-) в тому числі: | | |
| ➤ придбання земельних ділянок | | |
| ➤ будівельно-монтажні роботи | | |
| ➤ придбання, доставка та монтаж обладнання | | |
| 2. Інші організаційні витрати, (-) в тому числі: | | |
| ➤ з проектних та вишукувальних робіт | | |
| ➤ з реклами | | |
| ➤ підготовка кадрів | | |
| ➤ інші витрати | | |
| 3. Інвестиції в чистий оборотний капітал, (-) в тому числі: | | |
| ➤ придбання початкового запасу сировини | | |
| ➤ покриття витрат з оплати праці персоналу | | |
| ➤ формування страхового резерву грошових коштів | | |
| ➤ одержання банківських кредитів | | |
| Разом початкових інвестиційних витрат, (-) | | |

Таблиця 6.6.

Операційні грошові потоки інвестиційного проекту

| Показники | На 01.01.0 | На 01.01.0 | На 01.01.0 |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Обсяг продажів | | | |
| Річні операційні витрати | | | |
| Операційний прибуток | | | |
| Податок на прибуток | | | |
| Чистий прибуток | | | |
| Амортизація | | | |
| Зміна в розмірі поточних активів (+, -) | | | |
| Зміна у розмірі короткострокових пасивів (+,-) | | | |
| Зміна розмірі чистого оборотного капіталу | | | |
| Погашення заборгованості перед банком | | | |
| Операційний грошовий потік (+, -) | | | |

Таблиця 6.7.

Оцінка ліквідаційного грошового потоку інвестиційного проекту

| Показники | Ліквідаційний період (після 01.01.0__) |
|--|---|
| Первісна вартість основних фондів | |
| Первісна вартість земельної ділянки | |
| Первісна вартість виробничих запасів | |
| Нарахована амортизація (знос) основних фондів | |
| Виручка від реалізації основних фондів, (+) | |
| Виручка від реалізації земельної ділянки, (+) | |
| Виручка від реалізації виробничих запасів, (+) | |
| Витрати на демонтаж обладнання, знос будівель, (-) | |
| Податок на прибуток, отриманий від продажу активів, (-) | |
| Погашення дебіторської заборгованості, (+) | |
| Погашення короткострокових пасивів, (-) | |
| Витрати з юридичного оформлення ліквідації підприємства, (-) | |
| Грошові кошти на рахунках та в касі організації, (+) | |
| Ліквідаційний грошовий потік, (+) | |
| Ліквідаційний грошовий потік, (-) | |
| Разом ліквідаційний грошовий потік, (+, -) | |

Завершальним етапом оцінки грошового потоку від інвестиційного проекту є складання плану, див. табл. 6.8.

Таблиця 6.8.

План грошових потоків інвестиційного проекту

| Показники | Початкові інвестиційні витрати (01.01.0__) | На (01.01.0__) | На (01.01.0__) | На (01.01.0__) | Ліквідаційний період (після 01.01.0__) |
|--|---|-------------------|-------------------|-------------------|---|
| Початкові інвестиційні витрати, (-) | | | | | |
| Операційний потік, (+, -) | | | | | |
| Ліквідаційний потік, (+, -) | | | | | |
| Разом чистий грошовий потік за проєктом, (+, -) | | | | | |

Показники оцінки ефективності інвестиційних проектів поділяють на три групи:

- ❖ показники *бюджетної ефективності*, що відображають фінансові наслідки реалізації проекту для бюджетів усіх рівнів;
- ❖ показники *суспільної (народногосподарської) ефективності*, що враховують наслідки реалізації інвестиційного проекту для суспільства загалом, у тому числі як безпосередні надходження та витрати за проектом, так і зовнішні результати – надходження і витрати у суміжних галузях економіки, екологічні, соціальні та інші неекономічні наслідки;
- ❖ показники *комерційної ефективності проекту (фінансова та економічна оцінка)* проекту, які враховують фінансові наслідки реалізації проекту для його безпосередніх учасників.

Із трьох наведених груп показників ефективності інвестиційних проектів пріоритетною, з точки зору інвестора, є група показників комерційної оцінки ефективності (рис. 6.3), оскільки саме ці показники мають безпосереднє відношення до суб'єкта інвестиційної діяльності.

Бюджетна та суспільна економічна ефективність є лише похідними щодо комерційної, бо, загалом, ці показники не мають безпосереднього відношення до суб'єкта інвестиційної діяльності – інвестора, оскільки знаходяться поза рамками його мотиваційного поля.

Основним показником оцінки ефективності бізнес-планів (проектів), які передбачають державну або регіональну фінансову підтримку, є *бюджетний ефект (Б_t)*. Для року *t* здійснення проекту він визначається як перевищення доходів відповідного бюджету (*Д_t*) над витратами (*В_t*) внаслідок реалізації бізнес-плану (проекту):

$$B_t = D_t - V_t \quad (6.1)$$

Показник *інтегрального бюджетного ефекту (B_{инт})* розраховується як сума дисконтованих річних бюджетних ефектів, або як перевищення інтегральних доходів бюджету над аналогічними бюджетними потоками:

$$B_{инт} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t - V_t}{(1 + r)^t}, \quad (6.2)$$

де *r* – ставка дисконтування;

T – період часу, за який обраховується інтегральний бюджетний ефект, років.

На основі показників річних бюджетних ефектів визначаються додаткові показники ефективності бізнес-плану (проектів), зокрема, *частка фінансової участі (Ф_у) держави (регіону) у реалізації бізнес-плану (проектів)*.

$$F_u = V_{инт.б.} / V_{инт.п.}, \quad (6.3)$$

де *V_{инт.б.}* – інтегральні бюджетні витрати;

V_{инт.п.} – інтегральні проектні витрати.

Показники суспільної економічної ефективності враховують наслідки реалізації бізнес-плану підприємства для суспільства загалом, в тому числі

як показники безпосередніх результатів і витрат проекту розвитку підприємства, так і витрати та результати в суміжних галузях, секторах економіки, екологічні, соціальні та інші позаекономічні ефекти.

При розрахунку показників суспільної економічної ефективності в грошових потоках відображається вартісна оцінка наслідків реалізації певного бізнес-плану підприємства в інших галузях економіки, соціальній та екологічних сферах.

Показники комерційної оцінки ефективності інвестиційних проектів поділяються, своєю чергою, на показники фінансової оцінки (фінансової спроможності) проекту, див. табл. 6.4., та показники економічної оцінки (ефективності інвестицій), див. рис. 6.4.

Обидва підходи взаємно доповнюють один одного. Перший застосовується для аналізу рентабельності, фінансової стійкості, ліквідності та ділової активності, а другий підхід дає змогу оцінити здатність проекту збільшити багатство акціонера.

Показники економічної оцінки ефективності інвестицій, своєю чергою, можна поділити за методами на дві групи, рис. 6.4.

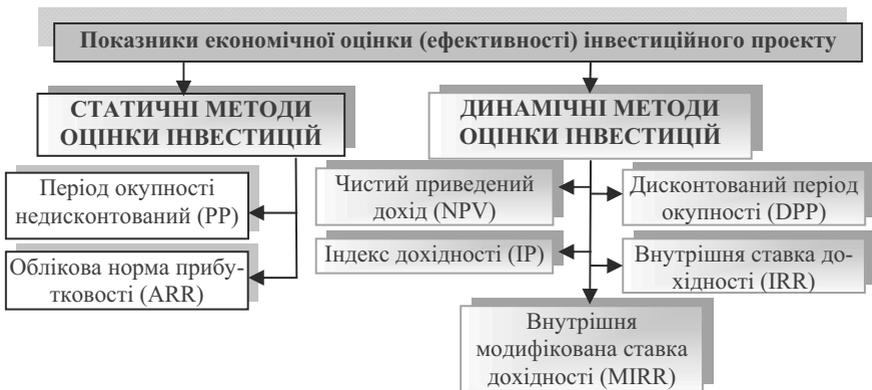


Рис. 6.4. Показники економічної оцінки інвестиційного проекту

До першої групи належать, так звані, *статичні (традиційні) методи*, що містять показники, які ґрунтуються на принципах бухгалтерського обліку та звітності, а саме:

- ✓ *недисконтований строк окупності інвестицій (PP)*;
- ✓ *облікова норма дохідності інвестицій (ARR)*.

До другої групи належать *динамічні методи*, що враховують зміну вартості коштів у часі:

- ✓ *чиста приведена вартість проекту (NPV)*;
- ✓ *індекс рентабельності інвестицій (PI)*;
- ✓ *внутрішня ставка дохідності інвестицій (IRR)*;

- ✓ *модифікована внутрішня ставка дохідності інвестицій (MIRR);*
- ✓ *дисконтований строк окупності інвестицій (DPP).*

Далі більш детально зупинимося на їх розгляді.

Статичні методи оцінки інвестиційних проєктів

У статичних методах за основні критерії беруть такі показники, як: витрати, дохід, прибуток, рентабельність та ін. Розмір витрат обчислюється для кожної альтернативи інвестування як середнє значення упродовж усього планового періоду. При цьому для деяких видів витрат необхідно враховувати їх залежність від майбутнього обсягу виробництва. Сума всіх складових витрат дає розмір витрат для кожної альтернативи.

Для вибору об'єкта інвестування використовуються такі правила:

- ✚ об'єкт інвестування абсолютно вигідний, якщо його витрати нижчі за витрати в разі альтернативи відмови від його інвестування;
- ✚ об'єкт інвестицій порівняно вигідний, якщо його витрати нижчі за витрати на будь-який інший запропонований об'єкт.

Порівняльне врахування витрат відносно просте при виконанні розрахунків. Але при його використанні виникають труднощі забезпечення достовірними даними. Обґрунтованість здобутих результатів для прийняття інвестиційного рішення суттєво залежить від якості інформації та адекватності моделі реальній дійсності. Саме з цього погляду мають бути оцінені припущення, прийняті в моделі.

Критичного ставлення заслугоує, передусім, статичний характер моделі через те, що різниця у формуванні витрат за часом не враховується при визначенні середньоарифметичного значення показника. Оскільки витрати капіталу на початку планового періоду вищі, ніж у кінці, то ця тенденція притаманна і нарахованим відсоткам. Цей момент не беруть до уваги, розраховуючи середні показники відсотків, при нарахуванні яких припускається існування єдиної ставки відсотку, за якою фінансові кошти можуть бути отримані та інвестовані в довільний момент часу в будь-яких розмірах.

1. Метод визначення недисконтованого строку окупності інвестиції (Payback Period – PP).

У тому випадку, коли стартові інвестиції є *одноразовими*, а подальший грошові надходження за проєктом є майже однаковими протягом життєвого циклу проєкту, то показник строку окупності інвестицій можна визначити за такою формулою:

$$\overline{PP} = \frac{IC}{CF}, \quad (6.4)$$

де \overline{PP} – середній показник строку окупності;

IC – розмір інвестицій;

\overline{CF} – щорічний середній чистий дохід за проєктом.

Якщо грошові потоки за періодами *різні*, то для розрахунку РР необхідно вирішити таке рівняння:

$$PP = \min n, \text{ при якому } \sum_{k=1}^n CF_k \geq IC \quad (6.5)$$

Таким чином, *строк окупності інвестицій* – це тривалість часу, протягом якого не дисконтовані прогностні надходження грошових коштів перевищують не дисконтовану суму інвестицій, тобто це кількість років, необхідних для відшкодування інвестицій.

Приклад. За даними табл. 6.9 визначити строк окупності інвестицій.

Таблиця 6.9.

| Роки | 0-й | 1-й | 2-й | 3-й |
|-------------------------------------|-----|-----|-----|-----|
| Інвестиції, млн. грн., (IC) | 22 | - | - | - |
| Доходи за проектом, млн. грн., (CF) | - | 6 | 9 | 14 |

Спочатку визначимо середній щорічний дохід за проектом:

$$\overline{CF} = (6 + 9 + 14) : 3 = 9,7 \text{ млн. грн.}$$

Строк окупності інвестицій буде становити:

$$\overline{PP} = 22 : 9,7 = 2,27 \text{ року (2 роки та 4 місяця).}$$

Для більш точного визначення строку окупності інвестицій використовують інший метод, який містить ітеративний пошук року, в якому грошові надходження будуть покривати вкладені кошти.

Із попередніх розрахунків видно, що інвестиції окупляться на 3-му році. Але, щоб знайти більш точний період (кількість місяців), потрібно зробити такі розрахунки:

1. Визначимо, скільки коштів необхідно одержати в третьому році, щоб проект окупився:

$$22 - (6 + 9) = 7 \text{ млн. грн.}$$

2. Визначимо, за який період на 3-му році ми одержимо необхідні 6 млн. грн. Для цього складемо пропорцію та розв'яжемо її.

$$14 \text{ млн. грн.} - 12 \text{ місяців}$$

$$7 \text{ млн. грн.} - x \text{ місяців}$$

$$x = (7 \cdot 12) : 14$$

$$x = 6 \text{ місяців.}$$

3. Строк окупності проекту буде становити 2 роки + 6 місяців.

Строк окупності за другим варіантом буде становити на 2 місяця більше, ніж у попередньому розрахунку.

Інвестори на практиці, зазвичай, використовують другий спосіб знаходження строку окупності інвестицій, бо він є точнішим та реальнішим за попередній.

Недоліками РР є ігнорування тимчасової вартості грошей та грошових потоків за межами терміну окупності, що може призвести до недооцін-

ки інвестиційного проекту. Частина недоліків усувається застосуванням на практиці дисконтованого строку окупності.

2. *Метод визначення простої (бухгалтерської) рентабельності інвестицій (Simple Rate of Return – SRR) та облікової норми доходності інвестицій (Accounting Rate of Return – ARR).*

Основу методу визначення простої (бухгалтерської) рентабельності інвестицій (SRR) становить чистий сукупний прибуток, отриманий за весь період реалізації інвестиційного проекту, а також обсяг залучених інвестицій (капітальних вкладень). Цей критерій оцінки ефективності вказує, яка частина інвестиційних витрат відшкодовується обсягом чистого прибутку, отриманого за весь період життєвого циклу проекту. Порівнявши розрахунковий рівень рентабельності проекту з нормативним (бажаним) числовим значенням рентабельності, інвестор може зробити висновок щодо економічної доцільності реалізації того чи іншого інвестиційного проекту.

Для розрахунків використовується така формула:

$$SRR = P/IC \times 100 \% \quad (6.6)$$

де SRR – проста рентабельність інвестиційного проекту;

P – обсяг чистого прибутку, отриманого за весь життєвий цикл проекту;

IC – обсяг залучених до реалізації проекту інвестицій (капітальних вкладень).

Якщо $SRR > SRR_n$, де SRR_n – нормативний рівень рентабельності, то інвестиційний проект визнається економічно доцільним для впровадження, в іншому випадку, він має бути знехтуваний.

Розрахунок цього показника може здійснюватися на основі прибутку (доходу) без урахування виплати податків та відсотків за кредит або прибутку (доходу) після виплати податку, але до виплати відсотків за кредит. Останній метод використовується частіше, бо краще характеризує ту вигоду, яку одержать власники підприємства та інвестори.

Норма прибутку може визначатися і відношенням (у відсотках) валового прибутку або чистого прибутку плюс амортизація до загальних інвестиційних витрат або до сплаченого акціонерного капіталу. Це залежить від того, як оцінюється реальна прибутковість (рентабельність) загальних інвестиційних витрат або тільки інвестиційного акціонерного капіталу після виплати податків та відсотків за кредит.

Основними недоліками цього методу є те, що він не враховує вплив часу на грошові потоки – інвестований капітал порівнюється з прибутком, який одержує підприємство через декілька років.

Схожим на попередній метод є метод визначення *облікової норми доходності інвестиційного проекту (ARR)*. Особливістю цього методу є те, що він визначається шляхом ділення середньорічного обсягу очікуваного (прогнозованою) чистого прибутку на середньорічний обсяг інвестицій в певний проект.

Середньорічний обсяг чистого прибутку від реалізації інвестиційного проекту визначається за формулою:

$$P_c = CF_c - A_c, \quad (6.7)$$

де P_c – прогнозований обсяг чистого прибутку;
 CF_c – середньорічне надходження грошових коштів за проектом;
 A_c – середньорічні обсяги амортизаційних відрахувань.

Своєю чергою, середньорічні надходження за проектом визначаються за формулою:

$$CF_c = \frac{\sum_{i=1}^n CF_i}{n}, \quad (6.8)$$

де CF_i – грошовий потік, що відповідає i -му періоду (року), ($i = 1, \dots, n$).

Середньорічні обсяги інвестицій (IC_c) дорівнюють половині суми первинних (стартових) інвестицій і залишкової (ліквідаційною) вартості проекту:

$$IC_c = (IC + RV) / 2, \quad (6.9)$$

де IC – обсяг початкових інвестицій;
 RV – залишкова (ліквідаційна) вартість проекту.

Таким чином, формула облікової норми дохідності інвестиційного проекту виглядатиме так:

$$ARR = P_c / IC_c \cdot 100 \% \quad (6.10)$$

Приклад. Відомі грошові потоки проектів А та Б, дані яких наведені у таблиці. 6.10. Необхідно визначити найпривабливіший варіант для інвестора за показником ARR , якщо амортизаційні відрахування нараховуються прямолінійно, а ліквідаційна вартість проекту в кінці строку дорівнює нулю.

Таблиця 6.10.
(тис. грн.)

| Проекти | Роки | | | | |
|---------|-------|-----|-----|-----|-----|
| | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| А | -1000 | 450 | 500 | 300 | 100 |
| Б | -1200 | 150 | 300 | 450 | 600 |

Рішення:

1. Середньорічні суми амортизаційних відрахувань:
за проектом А $1000 : 4 = 250$ тис. грн.
за проектом Б $1200 : 4 = 300$ тис. грн.

2. Обсяг середнього чистого прибутку:
за проектом А: $P_c = (450 + 500 + 300 + 100) / 4 - 250 = 87,5$ тис. грн.;
за проектом Б: $P_c = (150 + 300 + 450 + 600) / 4 - 300 = 75$ тис. грн.;

3. Обсяг середньорічних інвестицій:
за проектом А: $IC_c = (1000 + 0) : 2 = 500$.
за проектом Б: $IC_c = (1200 + 0) : 2 = 600$.

4. Облікова норма дохідності ARR:
 за проектом А: $ARR_A = (87,5 : 500) \cdot 100 \% = 17,5 \%$;
 за проектом Б: $ARR_B = (75 : 600) \cdot 100 \% = 12,5 \%$;

Таким чином, проект А є економічно доцільнішим.

Використовуючи при оцінці проектів моделі простої та облікової норми дохідності інвестицій, необхідно пам'ятати про переваги та недоліки застосування цих показників, див. табл. 6.11.

Таблиця 6.11.

Переваги та недоліки застосування моделей простої та облікової норми дохідності інвестиційного проекту

| ПЕРЕВАГИ | НЕДОЛІКИ |
|--|---|
| 1. Простота розрахунків | 1. Неточний характер оцінки ефективності інвестиційних проектів, оскільки не враховується такий кінцевий економічний результат, як амортизаційні відрахування |
| 2. Отримання достовірної відносної оцінки рівня прибутковості інвестиційних проектів | 2. Не враховується дійсна (тимчасова) цінність майбутніх грошових потоків (надходжень) за проектом |
| - | 3. Не може бути рекомендована до застосування у разі різночасних (неодноразових) інвестицій впродовж циклу життя інвестиційного проекту |
| - | 4. Не враховується неточність початкових даних, які використовуються у розрахунках |
| - | 5. Не дозволяє встановлювати відмінності між проектами, що мають однаковий середньорічний обсяг прибутку, отриманого протягом різної кількості років |

Динамічні методи оцінки інвестиційних проектів

Динамічними називаються показники, які визначаються на основі значень результатів за проектом протягом всього строку реалізації проекту.

Всі динамічні показники враховують фактор впливу часу. При їх розрахунку використовується техніка дисконтування. Важливим етапом цього методу є визначення *ставки дисконту*.

З математичної точки зору, *ставка дисконту* – це процентна ставка, яка використовується для перерахунку майбутніх потоків доходів в єдине значення теперішньої (поточної) вартості, яка є базою для визначення ринкової вартості бізнесу. З економічної точки зору, в ролі ставки дисконту є бажана інвестору ставка доходу на вкладений капітал у відповідні з рівнем ризику подібні об'єкти інвестування, або – ставка доходу за альтернативними варіантами інвестицій із зіставлення рівня ризику на дату оцінки.

Ставка дисконту має визначатися з урахуванням трьох факторів:

а) вартості грошей у часі;

б) вартості джерел, які залучаються для фінансування інвестиційного проекту, які вимагають різні рівні компенсації;

в) фактору ризику або міри ймовірності отримання очікуваних у майбутньому доходів.

Ставка дисконту – це, зазвичай, щорічна ставка, що відображає рівень дохідності, яка може бути отримана сьогодні від використання аналогічних інвестицій.

Ставкою дисконтування, що обумовлює тимчасову вартість грошей, залежно від конкретної ситуації, можуть бути: кредитна або депозитна ставка, ставка дохідності на фінансовому ринку; досягнута прибутковість активів фірми; прибутковість власного капіталу фірми; вартість капіталу тощо, див. рис. 6.5.



Рис. 6.5. Різновиди ставок дисконтування

Існують різні методик визначення ставки дисконту, проте найпоширенішими є:

- ✓ для грошового потоку для власного капіталу – метод кумулятивної побудови та модель оцінки капітальних активів (CAPM – Capital Asset Pricing Model);
- ✓ для грошового потоку для всього інвестиційного капіталу – модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost of Capital).

Зокрема, метод кумулятивної побудови передбачає, що у структурі ставки дисконту до номінальної безризикової ставки позичкового відсотку додається сукупна премія за інвестиційні ризики, яка складається із премій

за окремі «несистематичні» ризики, які належать саме до цього проекту, та поправки на неліквідність, див. табл. 6.12.

Враховуючи особливості проекту, що оцінюється, інвестор може вносити й інші додаткові поправки.

Таблиця 6.12.

Розрахунок ставки дисконту методом кумулятивної побудови

| | |
|--|-------------|
| Безризикова ставка | 6 % |
| Темпи інфляції на рік | 8 % |
| Ризики, пов'язані з експлуатацією об'єкта | 7 % |
| Ризик повернення капіталу | 4 % |
| Поправка на неліквідність | 2 % |
| Розрахункова розмір ставки дисконту | 27 % |

Модель оцінки капітальних активів та модель середньозваженої вартості капіталу розглянуті автором у темі 8 (п. 3) цього підручника.

До динамічних належать такі методи:

1. *Метод розрахунку чистої приведеної вартості проекту (Net Present Value – NPV)*. Це метод аналізу інвестицій, який базується на визначенні значення, одержаної шляхом дисконтування різниці між усіма річними відтоками та притоками реальних грошей, які накопичуються протягом всього життя проекту.

Чиста приведена вартість (NPV) – це грошова вартість майбутніх надходжень чи доходів, яку визначають як суму поточних ефектів за весь розрахунковий період, приведених до початку першого року шляхом дисконтування окремо за кожен рік різниці всіх витрат і надходжень коштів за період функціонування проекту за фіксованої попередньо визначеної норми дисконту. Якщо впродовж розрахункового періоду немає інфляційних змін у цінах, або розрахунки проводять у базових цінах, то значення NPV для постійної норми дисконту r вираховують за формулою:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} - IC, \quad (6.11)$$

де $CF_1, CF_2, CF_k, \dots, CF_n$ – річні грошові надходження протягом n років;

IC – стартові інвестиції;

r – ставка дисконту;

n – тривалість періоду надходження чистих доходів.

У випадку, коли $NPV > 0$, проект варто приймати до реалізації; якщо $NPV < 0$, проект варто відхилити, бо він збитковий; $NPV = 0$ – проект не прибутковий і не збитковий.

Якщо за проектом передбачається інвестування коштів протягом m періодів, то попередня формула модифікується таким чином:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} - \sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1+r)^j}, \quad (6.12)$$

де IC_j – інвестиції, здійснені в кінці j -го періоду.

Часто виникає ситуація, наприклад, вплив інфляції, коли при дисконтуванні грошових потоків за проектом необхідно використовувати різні дисконтні ставки r . У цьому випадку згадана формула буде мати такий вигляд:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{\prod_{k=1}^n (1+r_k)} - IC, \quad (6.13)$$

де $\prod_{k=1}^n (1+r_k) = (1+r_1) \times (1+r_2) \times \dots \times (1+r_n)$.

Розглянемо це на прикладі.

Приклад. За інвестиційним проектом вартістю 30 млн. грн. передбачаються грошові надходження $CF_1 = 10$ млн. грн., $CF_2 = 16$ млн. грн., $CF_3 = 15$ млн. грн. Визначити чисту приведену вартість за проектом, якщо ставка дисконту становить 15 %.

Для розрахунку складемо таблицю і визначимо чисту приведену вартість проекту, див. табл. 6.13.

Таблиця 6.13.

(млн. грн.)

| Рік, t | Грошовий потік | Дисконтний множник (15 %) $1 / (1 + 0,15)^t$ | Дисконтований грошовий потік |
|---|----------------|---|------------------------------|
| 0-й | -30 | 1,0 | -30 |
| 1-й | 10,0 | 0,8696 | 8,696 |
| 2-й | 16,0 | 0,7561 | 12,097 |
| 3-й | 15,0 | 0,6575 | 9,862 |
| Чиста приведена вартість (NPV) + 0,655 (млн. грн.) | | | |

У нашому випадку $NPV = (+0,655) > 0$, таким чином, проект варто приймати до реалізації.

Приклад. Використовуючи умову попереднього прикладу, зазначимо, що вартість капіталу буде змінюватись за роками таким чином: 15 %, 17 %, 16 %.

Таким чином, чиста приведена вартість буде визначена за формулою 6.10.

$$NPV = \frac{10}{(1+0,15)^1} + \frac{16}{1,15 \cdot 1,17} + \frac{15}{1,15 \cdot 1,17 \cdot 1,16} - 30 = 0,156 \text{ млн. грн.}$$

За нових умов проект є також прибутковим, бо $NPV = (+0,156) > 0$.

Одним з головних чинників, що визначають значення чистої приведеної вартості проекту, є масштаб діяльності, що виявляється в обсягах ін-

вестицій та виробництва. Звідси впливає природне обмеження у застосуванні методу визначення NPV для зіставлення проектів, які відрізняються за цією характеристикою, тому що більше значення NPV не завжди відповідає ефективнішому варіанту інвестування.

Таким чином, при використанні цього методу необхідно враховувати його переваги та недоліки, див. табл. 6.14.

Таблиця 6.14.

Переваги та недоліки моделі NPV

| ПЕРЕВАГИ | НЕДОЛІКИ |
|--|---|
| 1. Простота розрахунку | 1. Достатньо велике за обсягом значення NPV не завжди відповідає економічно доцільному варіанту капіталовкладень |
| 2. Найкраще характеризує рівень віддачі на вкладений капітал | 2. За високого рівня ставки дисконтування окремі грошові потоки здійснюють незначний вплив на рівень (обсяг) NPV |
| 3. Дає змогу визначити межу рентабельності та запас фінансової міцності проекту | 3. Висока залежність результату розрахунків від обраної ставки дисконтування |
| 4. Дозволяє здійснити ранжування проектів у порядку зменшення (збільшення) економічного ефекту | 4. Критерій недоцільно використовувати для порівняння інвестиційних проектів з майже однаковим рівнем NPV та різною капіталомісткістю |
| 5. Має властивості адитивності, а саме, можливість додавати NPV за різними проектами: NPV(A+B)=NPV(A)+NPV(Б), що дозволяє оцінювати портфель інвестиційних проектів | 5. В класичному уявленні не дозволяє порівняти взаємовиключні ефективні проекти з різними термінами функціонування |
| - | 6. Проблеми в обґрунтуванні ставки дисконтування та горизонту планування |
| - | 7. Не здатен охарактеризувати резерв безпеки інвестиційного проекту |

2. Метод визначення індексу рентабельності (прибутковості) інвестицій (*Profitability Index – PI*) є продовженням попереднього. Однак, на відміну від показника NPV, показник PI – це відносне значення. Він є часткою від ділення очікуваних майбутніх грошових потоків на початкові витрати:

$$PI = \frac{\sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k}}{IC} \text{ або } PI = \frac{NPV}{IC} + 1 \quad (6.14)$$

Якщо за проектом передбачається інвестування фінансових ресурсів протягом t років, то попередня формула модифікується таким чином:

$$PI = \frac{\sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k}}{\sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1+r)^j}} \text{ або } PI = \frac{NPV}{\sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1+r)^j}} + 1 \quad (6.15)$$

Проект приймається за умови, якщо PI більше одиниці. Якщо PI дорівнює 1, то дохідність інвестиційного проекту відповідає альтернативній нормі дохідності (в цьому випадку $NPV=0$). Якщо PI менше 1, то проект не приймається в зв'язку з тим, що він не приносить додаткового доходу інвестору (в цьому випадку NPV буде від'ємним значенням).

На відміну від NPV , індекс рентабельності інвестицій є відносним показником. Завдяки цьому критерій PI є зручним показником при виборі одного проекту з поміж альтернативних, що мають майже однакові значення NPV , або ж при формуванні портфеля інвестиційних проектів з метою максимізації його чистої теперішньої вартості.

Використовуючи цей показник для оцінки інвестиційних проектів, інвестору слід пам'ятати як про його переваги, так і про недоліки, див. табл. 6.15.

Таблиця 6.15.

Переваги та недоліки методу розрахунку PI

| Переваги | Недоліки |
|--|--|
| 1. Сприяє формуванню найбільш ефективного портфеля інвестиційних проектів | 1. Не здатен врахувати фактор масштабності інвестиційних проектів |
| 2. Краще за NPV характеризує рівень віддачі від вкладеного капіталу | 2. Результати розрахунків за альтернативними інвестиційними проектами можуть суперечити результатам розрахунків за критерієм NPV |
| 3. Дозволяє порівняти інвестиційні витрати з економічним результатом (ефектом) від їх використання | 3. Велике значення показника не завжди відповідає великому значенню NPV , і навпаки |
| - | 4. Критерій не має властивості адитивності |

Приклад. Скориставшись даними таблиці 6.13, визначимо індекс рентабельності для цього проекту: $30,655/30 = 1,02$.

Отже, $PI > 1$, проект прибутковий, і це означає, що на кожную гривню вкладених коштів інвестор отримує 2 копійки прибутку.

3. *Метод визначення внутрішньої норми дохідності (Internal Rate of Return – IRR).*

Внутрішня норма дохідності – це ставка дисконту, використання якої забезпечило б рівність поточної вартості очікуваних грошових відтоків та поточної вартості очікуваних грошових притоків. Отже, показник внут-

рішньої норми дохідності (*IRR*) характеризує максимально допустимий відносний рівень витрат, які мають місце при реалізації інвестиційного проекту.

У випадку *одноразових вкладень* в інвестиційний проект *IRR* визначається за таким рівнянням:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1 + IRR)^k} - IC = 0, \quad (6.16)$$

де *IRR* – ставка дохідності, при якій $NPV=0$.

Рівняння можна записати також у вигляді:

$$\sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1 + IRR)^k} = IC \quad (6.17)$$

Якщо за проектом передбачаються інвестиційні вкладення протягом *m* років, то попередня формула модифікується таким чином:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1 + IRR)^k} - \sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1 + IRR)^j} \quad (6.18)$$

Таким чином, реалізація методу розрахунку показника внутрішньої норми дохідності інвестицій зводиться до виконання комплексу послідовних ітерацій, які дають можливість визначити дисконтний множник, за якого $NPV=0$.

У більшості випадків метод оцінки інвестиційних проектів – *IRR* дає те саме рішення стосовно прийняття чи відхилення пропозиції щодо інвестування, як і метод чистої теперішньої вартості. Проекти з позитивними значеннями чистої теперішньої вартості будуть мати *IRR* більшу, ніж вартість *r*.

Для розрахунку *IRR* в пакеті Excel існує фінансова функція **ВНДОХ**, яка може бути використана для інвестиційного проекту з однаковим інтервалом між грошовими потоками. Інвестиції вказуються з від'ємним знаком, доходи – з додатнім. Члени потоків належать до кінця періодів.

Алгоритм дії при використанні програми **ВНДОХ** такий:

- 1) розмістити показники потоку платежів в одному рядку чи стовпчику таблиці Excel. Якщо платежі у відповідному періоді відсутні, то у відповідній комірці ставиться «0»;
- 2) послідовно визвати: f_x , «фінансові функції», **ВНДОХ**;
- 3) в рядку *Значення* показати адресу масиву даних в таблиці Excel, а у рядку *Передбачення* необхідно вказати очікуване значення норми дохідності;
- 4) автоматично в підсумковому рядку *Значення* показується розраховане значення *IRR*, після вибору кнопки *OK* це значення буде відображено у виділеній комірці таблиці Excel.

Практичне застосування цього методу ускладнюється, якщо в розпорядженні аналітика немає відповідного програмного забезпечення. У цьому випадку застосовується метод послідовних ітерацій. Підбираються два значення ставки дисконтування r_1 та r_2 таким чином, щоб в інтервалі (r_1, r_2) функція $NPV = f(r)$ змінювала значення з «+» на «-», або навпаки. Далі використовується формула:

$$IRR = r_1 + \frac{NPV_{r_1}}{NPV_{r_1} - NPV_{r_2}} \cdot (r_2 - r_1), \quad (6.19)$$

де r_1 – значення ставки дисконтування, за якої $NPV > 0$;

r_2 – значення ставки дисконтування, за якої $NPV < 0$.

Точність розрахунків обернено пропорційна довжині інтервалу (r_1, r_2) , тому найбільш точний результат досягається, коли довжина інтервалу мінімальна і становить 1 %.

Приклад. Знайти значення внутрішньої норми дохідності інвестиційного проекту вартістю 20 млн. грн., який передбачає такі грошові надходження $CF_1 = 6$ млн. грн., $CF_2 = 8$ млн. грн., $CF_3 = 14$ млн. грн., якщо середня норма дохідності за подібними проектами перебуває в межах 15–20 %.

Спочатку визначимо значення NPV_{15} та NPV_{20} , склавши для цього таблицю 6.16.

Таблиця 6.16.

(млн. грн.)

| Рік, t | Потік | $r_1 = 15\%$ $1/(1 + 0,15)^t$ | Дисконтований потік | $r_2 = 20\%$ $1/(1 + 0,2)^t$ | Дисконтований потік |
|--------|-------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|
| 0-й | -20 | 1,0 | -20 | 1,0 | -20 |
| 1-й | 6,0 | 0,870 | 5,22 | 0,833 | 4,999 |
| 2-й | 8,0 | 0,756 | 6,048 | 0,694 | 5,552 |
| 3-й | 14,0 | 0,658 | 9,212 | 0,579 | 8,106 |
| | | | 0,4714 | | -1,3432 |
| | | | NPV₁₅ = + 0,48 | | NPV₂₀ = - 1,343 |

За даними розрахунків NPV_{15} та NPV_{20} визначимо *IRR*.

$$IRR = 15 + \frac{0,48}{0,48 - (-1,343)} \cdot (20 - 15) = 16,31\%$$

Таким чином, 16,3 % – це верхня межа процентної ставки, за якою фірма може окупити вкладені кошти у проект.

Методика розрахунку внутрішньої норми дохідності має певні недоліки, див. табл. 6.17., зокрема, коли інвестиційний проект має неординарні

грошові потоки. Для подолання цих недоліків використовується **Модифікована внутрішня норма дохідності (MIRR)**.

Таблиця 6.17.

Переваги та недоліки методу розрахунку IRR

| Переваги | Недоліки |
|--|--|
| 1. Гарантує нижній рівень прибутковості інвестиційного проекту | 1. Складний при розрахунках (за відсутності комп'ютерів) |
| 2. Забезпечує незалежність результатів розрахунків від абсолютних розмірів інвестицій | 2. Характеризується високою чутливістю (залежністю) результатів від точності оцінки майбутніх грошових потоків |
| 3. Найкраще застосовувати для порівняння проектів з різним рівнем ризику | 3. Виникають додаткові складності при виборі найбільш доцільного інвестиційного проекту, якщо критерій IRR приймає декілька різних значень |
| 4. Відображає стійкість компанії до негативних змін (ті компанії, які мають більш значення IRR, є більш привабливими для інвесторів) | 4. Не може використовуватися для неординарних грошових потоків (відтоки капіталу чергують з притоками) |
| 5. Дає можливість правильно ранжувати інвестиційні проекти в порядку зменшення (збільшення) їх економічної ефективності | 5. Критерій не має властивості адитивності |
| 6. Відрізняється інформативністю та об'єктивністю розрахунків, а також незалежністю від абсолютного розміру інвестицій | 6. При завищеному значенні IRR частина ефективних проектів може бути проігнорована |
| 7. Більше, ніж NPV характеризує «резерв безпеки проекту» | 7. Орієнтований на ситуацію, коли реінвестування проміжних грошових потоків здійснюється за однаковою внутрішньою ставкою дохідності |
| 8. Відображає максимальну вартість залученого капіталу для реалізації інвестиційного проекту, при якій останній залишається беззбитковим | 8. Критерій мало придатний для ранжування інвестиційних проектів за рівнем їх прибутковості |
| 9. Найбільш прийнятний для порівняльної оцінки не тільки альтернативних реальних інвестиційних проектів, але й депозитних вкладів, цінних паперів тощо | 9. Не можна визначити абсолютної вигоди від проекту |
| 10. Зручний для автоматизації розрахунків за допомогою електронних таблиць (див. програмний продукт Excel) | - |

4. Модель модифікованої внутрішньої норми дохідності (Modified Internal Rate of Return – MIRR).

Модифікована внутрішня норма дохідності (MIRR), на відміну від IRR, є ставкою дисконтування, яка прирівняє поточну вартість інвестиційних витрат не з поточною, а з майбутньою вартістю грошових потоків за доходами проекту.

До переваг показника MIRR, порівняно з IRR, належать:

- ⇒ модифікована норма дохідності припускає, що грошові потоки від усіх проектів реінвестуються за ставки, що дорівнює вартості капіталу, у той час як при застосуванні методу IRR, ставка реінвестування дорівнює IRR;
- ⇒ можливість урахування змінної вартості капіталу за роками реалізації проекту;
- ⇒ показник MIRR завжди має єдине значення як для нетрадиційних (неординарних) так і для ординарних грошових потоків;
- ⇒ несуперечність рекомендаціям вибору варіанту інвестування за методом NPV.

Водночас, слід зазначити, якщо альтернативні варіанти істотно різняться за обсягом інвестиційних витрат, можливий помилковий вибір гіршого варіанту капіталовкладень при використанні MIRR.

Відповідно показник MIRR можна визначити з рівняння:

$$\sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1+r)^j} = \frac{\sum_{k=1}^n CF_k \cdot (1+r)^{n-k}}{(1+MIRR)^n} \quad (6.20)$$

Із формули 6.20 виводимо MIRR:

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{k=1}^n CF_k (1+r)^{n-k}}{\sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1+r)^j}} - 1} \quad (6.21)$$

Приклад. За даними табл. 6.18 визначити модифіковану внутрішню норму дохідності інвестиційного проекту, якщо ставка дисконту вибрана на рівні 12 %.

Таблиця 6.18.

| Період (рік) | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
|--|------|-----|------|-----|-----|
| Інвестиційні витрати (IC), в кінці відповідного періоду (тис. грн.) | -500 | | -120 | | |
| Грошові надходження за проектом (CF), в кінці відповідного періоду (тис. грн.) | | 300 | 450 | 150 | 180 |

Поточна вартість інвестиційних коштів буде становити:

$$\frac{500}{(1,12)^0} + \frac{120}{1,12^2} = 500 + 95,663 = 595,663 \text{ (тис. грн.)}$$

Майбутня вартість чистих грошових надходжень за проектом доходам буде становити:

$$300 \cdot 1,12^3 + 450 \cdot 1,12^2 + 150 \cdot 1,12^1 + 180 \cdot 1,12^0 = 421,478 + 564,48 + 168 + 180 = 1333,958 \text{ (тис. грн.)}$$

$$\text{Таким чином, } MIRR = \sqrt[4]{\frac{1333,958}{595,663}} - 1 = 0,2233, \text{ або } 22,33 \%$$

5. Модель дискontованого періоду окупності (DPP).

Дискontований період окупності інвестицій – це тривалість часу, протягом якого дискontовані прогнозовані надходження грошових коштів перевищують дискontовану суму інвестицій, тобто це кількість років, необхідних для відшкодування інвестицій.

Дискontований період окупності рекомендується використовувати, коли важливим показником при виборі проектів є ризик, тому що конкретний показник дає змогу оцінити, протягом якого часу кошти інвестора будуть підпадати під ризик.

Цей показник, як і недискontований період окупності інвестицій (PP), може бути розрахований двома методами.

У випадку, коли дискontовані чисті грошові потоки майже *однакові* в кожному періоді, може бути використана така формула:

$$DPP = \frac{IC \cdot n}{\sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k}} \text{ або } DPP = \frac{\sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1+r)^j} \cdot n}{\sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k}}, \quad (6.22)$$

де CF_k – чисті грошові надходження за проектом в кінці k-го періоду;

IC_j – інвестиційні витрати, здійснені в кінці j-го періоду;

r – ставки дискontування;

n – тривалість періоду надходження чистих доходів.

У випадку *нерегулярних* грошових потоків за проектом, необхідно вирішити таке рівняння:

$$DPP = \min n, \text{ при якому } \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} \geq IC \text{ або } \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} \geq \sum_{j=0}^m \frac{IC_j}{(1+r)^j} \quad (6.23)$$

Приклад. За даними таблиці 6.19 визначити та порівняти два проекти за критерієм дискontованого строку окупності.

Таблиця 6.19.

| Роки | Інвестиційний проект № 1 | | | Інвестиційний проект № 2 | | |
|------|--------------------------|-----------------------------------|----------------------------|--------------------------|-----------------------------------|----------------------------|
| | Грошові потоки | Дисконтний множник за ставки 10 % | Дисконтвані грошові потоки | Грошові потоки | Дисконтний множник за ставки 12 % | Дисконтвані грошові потоки |
| 0-й | - 30 | 1 | -30 | - 28 | 1 | -28 |
| 1-й | 24 | 0,909 | 21,816 | 8 | 0,893 | 7,144 |
| 2-й | 12 | 0,826 | 9,912 | 12 | 0,797 | 9,564 |
| 3-й | 4 | 0,752 | 3,080 | 12 | 0,712 | 8,544 |
| 4-й | - | - | - | 12 | 0,636 | 7,632 |

Проект 1: з таблиці видно, що проект окупиться приблизно за два роки, однак для точних розрахунків вирішимо рівняння:

$$21,816 + 9,912 \cdot x = 30;$$

$$x = \frac{30 - 21,816}{9,912} = 0,83, \text{ або } 10 \text{ місяців } (0,83 \cdot 12)$$

Відповідно, DPP₁ = 1 рік і 10 місяців.

Проект 2: проект окупиться в середньому за чотири роки, а саме:

$$7,144 + 9,564 + 8,544 + 7,632 \cdot x = 28$$

$$x = \frac{28 - (7,144 + 9,564 + 8,544)}{7,632} = 0,36, \text{ або } 5 \text{ місяців } (0,36 \cdot 12)$$

Відповідно, DPP₂ = 3 роки і 5 місяців.

Таким чином, Інвестиційний проект № 1 є привабливішим, бо швидше відшкодуються вкладені кошти.

Незважаючи на легкість у розрахунках, аналітики мають враховувати й інші переваги та недоліки застосування критерію DPP, див. табл. 6.20.

Таблиця 6.20.

Переваги та недоліки методу розрахунку DPP

| Переваги | Недоліки |
|--|--|
| 1. Простота розрахунків | 1. Не враховує грошові потоки, які перебувають за межами строку окупності вкладень |
| 2. Зручний для використання в фірмах з невеликим грошовим обігом | 2. Наявність суб'єктивності при встановленні нормативного (бажаного) строку окупності інвестицій, з яким у подальшому порівнюється розрахунковий строк окупності |

| | |
|---|--|
| 3. Забезпечує можливість швидко оцінити результати розрахунків за недостатності ресурсів | 3. Можливість отримання лише наближеної оцінки рівня ризику залучення інвестицій |
| 4. Доцільний для оцінки проектів, які стосуються продуктів, попит на які не є стабільним | 4. Обмеження ролі додаткового методу оцінки ефективності альтернативних інвестиційних проектів |
| 5. Прийнятний як суб'єктивний критерій оцінки ризику (чим менше строк окупності, тим нижчий ризик вкладень) | 5. Мало придатний для оцінки проектів, пов'язаних з виробництвом принципово нових виробів |
| - | 6. Пряма залежність точності результатів розрахунків від частоти ділення життєвого циклу проекту на диференційовані періоди їх реалізації (півріччя, квартали) |
| - | 7. Не враховується неточність вихідних даних, що використовуються у розрахунках |
| - | 8. Критерій не має властивості адитивності |

Усі визначені нами методи оцінки інвестицій (статичні та динамічні) корисні в певних визначених ситуаціях. Для кожного з них існують особливості та виключення. А вибір того чи іншого показника для оцінювання інвестиційних проектів буде залежати від сподівань інвестора, міри регулювання галузі чи сфери діяльності, ризику, способів фінансування, грошових потоків, порівняння взаємовиключних альтернатив, схожості переваг альтернативних проектів, чи чітко окреслених строків та обсяги інвестицій і т.п.

6.5. АНАЛІЗ ФАКТОРІВ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ ТА РИЗИКУ В ОЦІНЦІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ

Основними причинами для невизначеності є: інфляція, зміни в технології, хибна одиниця проектної потужності, порушення строків будівництва тощо. Проблема невизначеності посилюється також порушенням часових строків на виконання кожної фази проекту. Тому, вкладаючи свої кошти в інвестиційний проект, інвестор має визначити вплив інфляції на оцінку інвестицій, оцінити результати аналізу чутливості проекту, аналізу беззбитковості та аналізу еквівалента певності та прийняти правильне рішення щодо вкладання коштів.

Рішення про проведення оцінки в умовах невизначеності приймається лише в тому випадку, якщо існують серйозні сумніви щодо життєдіяльності інвестиційного проекту.

Інфляція – це загальне підвищення цін. Коли росте інфляція, реальна вартість сподіваних грошових потоків падає. Якщо інвестор не врахує ризик інфляції, то NPV або IRR можуть бути штучно завищені.

Для визначення оцінки ефективності проекту з урахуванням інфляції необхідно: або скоригувати грошові потоки на середньорічний індекс інфляції, а потім на ставку дисконту; або визначити ставку дисконту, яка б враховувала індекс інфляції, і потім скоригувати грошові потоки за новою ставкою, яка враховує індекс інфляції.

Ставка дисконту з урахуванням інфляції визначається за такою формулою:

$$r_i = (1 + r) \cdot (1 + i) - 1, \quad (6.24)$$

де r_i – ставка дисконту з урахуванням інфляції;

r – ставка дисконту без урахування інфляції;

i – середньорічний індекс інфляції.

Приклад. Оцінити інвестиційний проект, який має такі параметри: стартові інвестиції – 8000 тис. грн.; період реалізації – 3 роки; грошовий потік за роками (тис. грн.): 4000; 4000; 5000; необхідна ставка доходності (без врахування інфляції) – 18 %; середньорічний індекс інфляції – 10 %.

Порядок розрахунку:

1. Спочатку оцінимо проект без урахування інфляції, розрахунок показників представлений у табл. 6.21.

Таблиця 6.21.

| Роки | Розрахунок без урахування інфляції | | |
|------|------------------------------------|---|---|
| | Грошовий потік, тис. грн. | Коефіцієнт дисконтування за ставкою 18 % | Дисконтовані члени грошового потоку, тис. грн. |
| 0-й | - 8000 | 1 | - 8000 |
| 1-й | 4000 | 0,8475 | 3389,8 |
| 2-й | 4000 | 0,7182 | 2872,7 |
| 3-й | 5000 | 0,6086 | 3043,2 |
| | | | NPV = 1305,7 |

2. Визначимо дисконтну ставку з урахуванням інфляції:

$$R_i = (1 + 0,18) \cdot (1 + 0,1) - 1 = 0,298 \text{ (29,8 \%)}$$

3. Розрахунок оцінки проекту з урахуванням інфляції представимо у таблиці 6.22.

Таблиця 6.22.

| Роки | Розрахунок з урахуванням інфляції (варіант 1) | | | | Розрахунок з урахуванням інфляції (варіант 2) | | |
|-------------------|--|--|---|---|--|--|---|
| | Грошовий потік, тис. грн. | Коефіцієнт індексу ін- фляції за ставкою 10 % | Коефіцієнт дисконту- вання за ставкою 18 % | Дискontовані члени грошового потоку, з урахуванням інфляції, тис. грн. | Грошовий потік, тис. грн. | Коефіцієнт дисконту- вання за ставкою 29,8 % | Дискontовані члени грошового потоку, з урахуванням інфляції, тис. грн. |
| 0-й | - 8000 | 1 | 1 | -8000 | - 8000 | 1 | -8000 |
| 1-й | 4000 | 0,9090 | 0,8475 | 3080 | 4000 | 0,770 | 3080 |
| 2-й | 4000 | 0,8264 | 0,7182 | 2376 | 4000 | 0,594 | 2376 |
| 3-й | 5000 | 0,7513 | 0,6086 | 2286 | 5000 | 0,457 | 2286 |
| NPV = -258 | | | | | NPV = -258 | | |

Як видно з таблиці без урахування інфляції, проект доцільно прийняти, бо $NPV = 1305,7$ тис. грн. Однак розрахунок, проведений з урахуванням інфляції за двома варіантами показує, що проект варто відхилити, бо NPV від'ємне та становить $-(-258)$ тис. грн.

Відхилення сподіваних результатів від середнього або сподіваного значення прийнято називати *ризиком*. Його також можна розглядати як шанс мати збитки або одержати дохід від інвестування у певний проект. Шанси одержати прибуток чи мати збитки можуть бути високі або низькі, залежно від рівня ризику (непевності сподіваних доходів), що пов'язано з заходами щодо захисту інвестицій.

Із фінансової точки зору, ризик називають *зростаючою функцією часу*. Тобто, якщо тривалий термін вкладу, то більший ризик. Коли гарантовано, що інвестиції не принесуть збитків і вони вкладаються на короткий період, їх називають *безпечними* інвестиціями. Якщо гроші вкладаються на довший період, кредитор повинен одержати винагороду за те, що взяв на себе ризик часу.

Отже, *ризик* – це можливість того, що відбудеться деяка небажана подія. Зокрема, 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 підприємством реального інвестиційного проекту виникає *проектний ризик*. Якщо конкретизувати загальне визначення ризику для конкретного інвестиційного проекту, то це – ймовірність виник-

нення несприятливих фінансових наслідків у формі втрати очікуваного інвестиційного прибутку в ситуації непевності умов його одержання в кращому випадку, і у гіршому – втрати вкладеного капіталу.

Проектний ризик можна розглядати і як подію, або ряд випадкових подій, які наносять шкоду інвестиційному проекту. Випадковість або непередбачуваність настання подій означає неможливість точно визначити час та місце виникнення цих збитків. Шкода, заподіяна настанням цих подій – це погіршення або втрата об'єктом інвестування своїх властивостей.

Таким чином, **проектний ризик** – це сукупність ризиків, які передбачають загрозу економічній ефективності проекту, що має місце у негативному впливі різних факторів на потоки грошових коштів. Цьому ризику властиві такі особливості:

1. Інтегрований характер. Ризик реального інвестиційного проекту є сукупним поняттям, що інтегрує у собі багато інших інвестиційних ризиків. Тільки на основі їх оцінки можна визначити сукупний рівень ризику інвестиційного проекту.

2. Об'єктивність прояву. Проектний ризик є об'єктивним явищем у функціонуванні будь-якого підприємства, що здійснює реальне інвестування. Він супроводжує реалізацію майже усіх видів інвестиційних проектів, у яких би формах вони не здійснювалися.

3. Особливості прояву на різних стадіях здійснення інвестиційного проекту. Можуть виникати непередбачені ознаки проектного ризику, що виникають внаслідок зміни умов на стадіях: передпроектній, інвестиційній, експлуатаційній і т. д. Цей фактор ускладнює визначення сукупного проектного ризику.

4. Високий рівень зв'язку з комерційним ризиком. Інвестиційний прибуток за проектом формується, зазвичай, на стадії його експлуатації, тобто у процесі операційної діяльності підприємства. Відповідно формування позитивного грошового потоку за проектом відбувається безпосередньо у сфері товарного ринку і прямо пов'язане з ефективністю і ризиком комерційної діяльності підприємства. Це визначає високу міру взаємозв'язку проектного ризику з комерційним ризиком виробництва.

5. Висока залежність від тривалості життєвого циклу проекту. Цей чинник часу має істотний вплив на загальний рівень проектного ризику, оскільки залежить від тривалості проекту. За короткостроковими та інвестиційними проектами детермінованість зовнішніх та внутрішніх чинників дозволяє обрати такі параметри реалізації, що генерують найменший рівень ризику. Водночас довгострокові проекти з тривалим життєвим циклом потребують більш значних витрат щодо їх захисту.

6. Високий рівень коливання рівня ризику за подібними (типovими) проектами. Рівень проектного ризику, навіть для однотипних реальних інвестиційних проектів того самого виробництва не є незмінним і коли-

вається залежно від місцевих умов: природно-кліматичних, геополітичних, інженерно-комунікаційних тощо.

7. Відсутність достатньої інформаційної бази для оцінки рівня ризику. Унікальність параметрів кожного інвестиційного проекту та умов його здійснення не дозволяє використовувати у широкому розумінні економіко-статистичні, аналогові та деякі інші методи оцінки рівня проектного ризику. Пошук необхідної інформації для розрахунку цього показника пов'язаний із здійсненням додаткових фінансових витрат, залученням інжинірингових, консалтингових та аудиторських фірм, особливо щодо підготовки та оцінки альтернативних реальних інвестиційних проектів.

8. Відсутність надійних ринкових індикаторів, що застосовуються для оцінки рівня ризику. Якщо у процесі інвестування підприємство може використовувати систему індикаторів фондового ринку, то на сегментах інвестиційного ринку, пов'язаного з реальним інвестуванням такі індикатори відсутні. Це знижує можливості одержання надійної оцінки ринкових чинників у розрахунках рівня проектних ризиків.

9. Суб'єктивність оцінки. Незважаючи на об'єктивну природу проектного ризику як економічного явища, основний оцінювальний його показник – рівень ризику – має суб'єктивний характер. Ця суб'єктивність, тобто нерівнозначність оцінки певного об'єктивного явища, пояснюється розходженням повноти та достовірності використовуваної інформації, кваліфікацією інвестиційних менеджерів, їх досвіду у сфері проект-менеджменту та іншими чинниками.

В Україні широко використовується «типова» класифікація проектних ризиків, подана у «Методичних рекомендаціях з підготовки інвестиційних проектів, до реалізації яких залучатимуться іноземні інвестори», затверджених колегією Мінекономіки України [1], відповідно до якої усі проектні ризики класифікують за ознаками (рис. 6.6).

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.

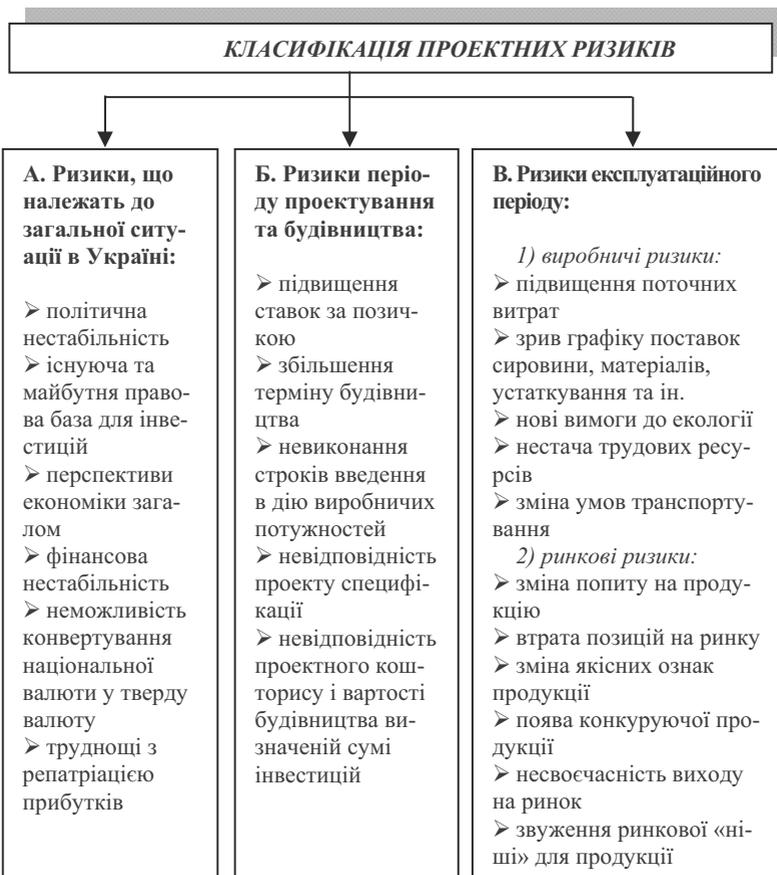


Рис. 6.6. Класифікація проектних ризиків

Аналіз цих класифікацій ризиків дозволяє виділити «типові» ризики проектної діяльності, див. табл. 6.23. 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.

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. Управління проектними ризиками має складатися з таких етапів (напрями), див. рис. 6.7.

1. Визначення (ідентифікація) проектних ризиків. При прийнятті рішення про доцільність вкладання коштів в інвестиційний проект, необхідно визначити фактори ризику, етапи та конкретні роботи, при виконанні яких виникає ризик, тобто встановити потенційні сфери ризику, а потім їх ідентифікувати.

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

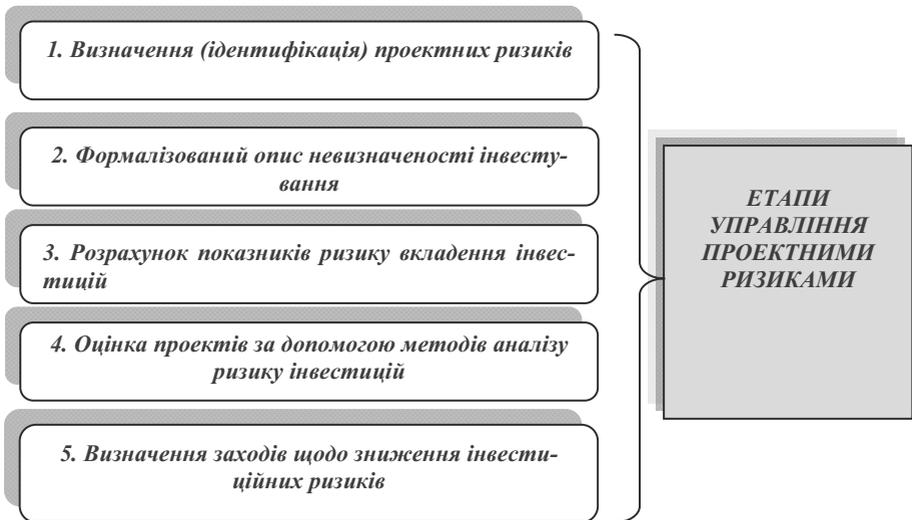


Рис. 6.7. Основні етапи (напрями) управління проектними ризиками

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, порівнянно з початковою, внаслідок інфляції або зміни податкового законодавства.

Ці фактори можуть бути деталізовані. У кожному конкретному випадку неважно скласти контрольний перелік можливого підвищення витрат за статтями для кожного варіанту проекту або його елементів.

Метод аналогії 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). Проте, керуючись методом аналогій, слід бути обережним, тому що, навіть базуючись на найбільш тривіальних та відомих випадках невдалого завершення проекту, дуже важко сформулювати передумови для аналізу ризиків, тобто підібрати вичерпний та реалістичний набір можливих сценаріїв зриву проекту.

2. Формалізований опис невизначеності інвестування. 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. Крім того, окремо повинні бути зазначені витрати, які відповідають різним умовам реалізації проекту (у т. ч. можливі санкції та витрати, пов'язані з страхуванням та резервуванням). Опис невизначеності містить визначення вартості невизначеності, очікуваного інтегрального ефекту за проектом та ін.

Вартість невизначеності – це концепція, за допомогою якої визначається максимальна сума грошей, сплачених за інформацію, використання якої знизить міру невизначеності за проектом. Вона визначається як очікувана цінність можливих вигод, від яких відмовляються через відхилення проекту, або очікувану суму втрат, які можуть виникнути внаслідок прийняття проекту.

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:

$$E_{\text{оч}} = \sum_{i=1}^n (E_i \cdot P_i), \quad (6.25)$$

де $E_{\text{оч}}$ – очікуваний інтегральний ефект проекту;

E_i – інтегральний ефект при i -тій умові реалізації;

P_i – ймовірність реалізації цієї умови.

Своєю чергою, у загальному випадку розрахунок очікуваного інтегрального ефекту рекомендується здійснювати за формулою:

$$E_{\text{оч}} = JE_{\text{max}} + (1 - j) E_{\text{min}}, \quad (6.26)$$

де E_{max} та E_{min} – найбільше та найменше з математичних очікувань інтегрального ефекту за допустимими імовірнісними розподілами;

J – спеціальний норматив для врахування невизначеності ефекту, який відображає систему переваг відповідного господарського суб'єкта в умовах невизначеності (рекомендується, щоб $J=0,3$).

3. Розрахунок 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.

Приклад. Є два варіанти вкладення капіталу – А та Б. Встановлено, що у варіанті А отримання прибутку у сумі 25 тис. грн. має $p = 0,5$, а у варіанті Б отримання прибутку у сумі 40 тис. грн. має імовірність $p = 0,4$. Тоді очікуваний прибуток від вкладення капіталу (тобто математичне очікування) становитиме $A - 25 \cdot p = 25 \cdot 0,5 = 12,5$ тис. грн., $B - 40 \cdot p = 40 \cdot 0,4 = 16$ тис. грн.

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.

Приклад. Якщо відомо, що при вкладенні капіталу у будь-який проєкт прибуток у сумі 150 тис. грн. був отриманий у 30 випадках із 100, то імовірність отримання такого прибутку становитиме $30:150 = 0,2$.

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.

Наприклад, якщо відомо, що при інвестуванні капіталу у будь-який захід із 120 випадків прибуток 25 тис. грн. був отриманий у 48 випадках ($p = 0,4$), прибуток 20 тис. грн. – у 36 випадках ($p = 0,3$), а прибуток – 30 тис.

грн. – у 36 випадках ($p = 0,3$), то середнє очікуване значення становитиме $25 \times 0,4 + 20 \times 0,3 + 30 \times 0,3 = 25$ тис. грн.

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

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

Дисперсія – це середньозважене значення квадратів відхилення дійсних результатів від середньоочікуваних, та визначається за такою формулою:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n P_i \cdot (E_i - \bar{E})^2, \quad (6.27)$$

де σ^2 – дисперсія;

n – число спостережень;

E_i – можливий наслідок для події E ;

\bar{E} – сподіване значення події E ;

P_i – імовірність значення події.

Середньоквадратичне відхилення (σ) визначається за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i \cdot (E_i - \bar{E})^2} \quad (6.28)$$

Розглянемо механізм оцінки ризиків на основі визначення середньоквадратичного відхилення за проектом А, використавши дані таблиці 6.24.

Таблиця 6.24.

| Оцінка можливого результату | Запроєктований дохід, тис. грн. | Значення ймовірностей | Можливий дохід, тис. грн. |
|-----------------------------|---------------------------------|-----------------------|---------------------------------------|
| Песимістична | 100 | 0,20 | 20 |
| Стримана | 333 | 0,60 | 200 |
| Оптимістична | 500 | 0,20 | 100 |
| | | 1,00 | Сподіваний дохід 320 (\bar{E}) |

Припускаючи, що усі значення за проектом розподілені нормально, тобто доходи розподілені рівномірно між високими та низькими значеннями сподіваних доходів, можна визначити міру мінливості доходів кожного проекту, а також визначити їх відносну ризикованість. Для цього слід відняти по черзі значення доходів (100, 333 та 500) від сподіваного доходу (320), тобто $(E - \bar{E})$. Потім одержані значення виводяться у квадрат.

Використавши дані прикладу, складемо таблицю вирахування стандартного відхилення, див. табл. 6.25.

Таблиця 6.25.

| I | E_i | \bar{E} | $(E_i - \bar{E})$ | $(E_i - \bar{E})^2$ | P_i | $(E_i - \bar{E})^2 P_i$ |
|-----|-------|-----------|-------------------|---------------------|-------|-------------------------|
| 1 | 100 | 320 | -220 | 48400 | 0,20 | 9680 |
| 2 | 333 | 320 | +13 | 169 | 0,60 | 101 |
| 3 | 500 | 320 | +180 | 32400 | 0,20 | 6480 |
| | | | | | | Дисперсія = 16261 |

Стандартне відхилення = $\sqrt{16261} = 127$ (тис. грн.).

Це означає, що значення проекту будуть «+» або «-» 127 тис. грн. від сподіваного доходу – 320 тис. грн., тобто в межах від 193 до 447 тис. грн.

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. Розрахунок коефіцієнту варіації (**CV**) здійснюється за такою формулою:

$$CV = \frac{\sigma}{E} \quad (6.29)$$

Для найкращої ілюстрації механізму оцінки ризику на основі коефіцієнта варіації дані попереднього розрахунку доповнимо аналогічними показниками за проектом Б та визначимо коефіцієнти варіації, див. табл. 6.26.

Таблиця 6.26.

| Варіанти проектів | Середній очікуваний дохід, \bar{E} | Середньоквадратичне відхилення, σ | Коефіцієнту варіації, (CV) |
|-------------------|--------------------------------------|--|----------------------------|
| Проект А | 320 | 127 | 0,39 |
| Проект Б | 320 | 185 | 0,58 |

Таким чином, навіть якщо сподіваний дохід проекту А такий самий як проекту Б, ризик або стандартне відхилення проекту А менший, відповідно сприятливішим є співвідношення ризику та доходу.

Коли порівнюються коефіцієнти варіації різних проектів, то перевагу має той проект, де цей коефіцієнт нижчий. Отже, сприятливішим є відношення ризику та доходу. Попри те, що сподівані доходи однакові, гроші вкласти краще у проект А, бо він менш ризиковий, ніж проект Б.

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 використувати 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_o ;

* для кожного проекту вираховується розмах варіації NPV за формулою: $R(NPV) = NPV_o - NPV_p$;

* з двох проектів, що порівнюються найбільш ризиковим вважається той, в якого розмах варіації NPV більший.

Наприклад, проекти А та Б мають однаковий термін реалізації (5 років) та однакові грошові надходження. Ціна капіталу складає 10 %. Вирахувавши вихідні дані та результати за проектами, див. табл. 6.27, ми доходимо висновку, що проект Б «обіцяє» більший NPV, проте він ризикованішим.

Таблиця 6.27.

| Показник | Проект А | Проект Б |
|--|------------|------------|
| Інвестиція | 9,0 | 9,0 |
| Експертна оцінка середнього річного надходження: | | |
| • песимістична | 2,4 | 2,0 |
| • найбільш імовірна | 3,0 | 3,5 |
| • оптимістична | 3,6 | 5,0 |
| Оцінка NPV (розрахунок): | | |
| • песимістична | 0,10 | -1,42 |
| • найбільш імовірна | 2,37 | 4,27 |
| • оптимістична | 4,65 | 9,96 |
| Розмах варіації NPV | 4,55 | 11,38 |

Існує також модифікація розглянутої методики, яка передбачає застосування кількісних імовірнісних оцінок. В цьому випадку методика буде мати такий вигляд:

• за кожним варіантом вираховується песимістична, найбільш імовірна та оптимістична оцінка грошових надходжень та NPV;

• для кожного проекту значенням NPV_p , NPV_{ml} , NPV_o присвоюється імовірність їх здійснення;

• для кожного проекту вираховується імовірне значення NPV, зважене на присвоєні ймовірності, та середнє квадратичне відхилення від нього;

• проект з більшим значенням середнього квадратичного відхилення вважається ризикованішим.

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 i , відповідно, NPV. Логіка такої методики може бути представлена таким чином (рис. 6.8.).

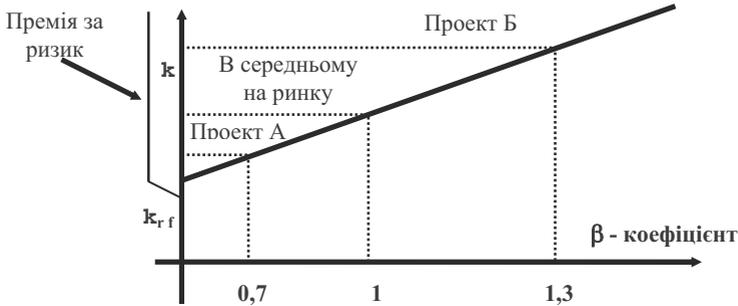


Рис. 6.8. Графік взаємозв'язку коефіцієнта дисконтування та ризику

Побудований графік функції відбиває залежність між очікуваною дохідністю фінансових активів та рівнем притаманного їм ризику ($k = f(\beta)$). Таким чином, графік показує прямо пропорційну залежність – чим вищий ризик, тим вища очікувана (бажана) дохідність.

Із викладеного випливає, що при врахуванні ризику при оцінці інвестиційних проектів – до безризикового коефіцієнта дисконтування або деякого його базового значення слід додати поправку на ризик i , таким чином, при розрахунку критеріїв оцінки проекту слід використовувати *відкориговане значення дисконтної ставки* (Risk-Adjusted Discount Rate, RADR).

Враховуючи це, методика буде мати такий вигляд:

* встановлюється вихідна ціна капіталу (CC), призначеного для інвестування;

* визначається, наприклад експертним шляхом, премія за ризик, яка асоціюється з певним проектом: для проекту А – r_a , Б – r_b ;

* визначається NPV з коефіцієнтом дисконтування r :

а) для проекту А: $r = CC + r_a$;

б) для проекту Б: $r = CC + r_b$;

в) проект з більшим NPV вважається переважним.

У теоретичному плані викладений метод більш виправданий, оскільки введення поправки на ризик автоматично призводить до прийняття безумовно обґрунтованої передумови про зростання ризику протягом часу. Крім того, дослідження показують, що цей метод RADR користується у спеціалістів більшою популярністю, з двох причин: а) менеджери та аналітики надають перевагу роботі з відносними показниками, зокрема з показниками дохідності; б) ввести поправку до коефіцієнта дисконтування легше, ніж

вирахувати безризикові еквіваленти, оскільки в багатьох випадках рішення має суб'єктивний характер. Таким чином, для зручності вводять спеціальну шкалу, на якій вказують значення коефіцієнта дисконтування залежно від того, який рівень ризику приписаний певному проекту, наприклад: нижче середнього, середній, вище середнього, надто високий. Як градацію шкали, так і значення коефіцієнта дисконтування слід періодично переглядати, залежно від виду інвестицій, сфери вкладання, регіону тощо.

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.

Враховуючи ці методи, оцінка проекту повинна здійснюватися в такій послідовності:

- 1) готується модель, здатна прогнозувати майбутню реальність;
- 2) обираються ключові змінні ризику;
- 3) визначаються обмеження значень можливих змінних;
- 4) імовірнісні ваги розміщуються за граничним значенням;
- 5) встановлюються відношення кореляційних перемінних;
- 6) генеруються випадкові сценарії, основані на допущеннях;
- 7) проводиться статистичний аналіз результатів імітацій.

Загальним правилом в цьому процесі повинно бути те, що слід обирати проект з таким розподілом імовірнісного доходу, який найкраще відповідає ставленню інвестора до ризику.

Аналіз беззбитковості 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*.

Перед тим як вирахувати значення беззбитковості необхідно перевірити наявність таких умов та допущень:

- ✓ витрати виробництва та маркетингу є функцією обсягу виробництва або продажів;
- ✓ обсяг виробництва дорівнює обсягу продажів;
- ✓ постійні експлуатаційні витрати однакові для будь-якого обсягу виробництва;

- ✓ перемінні витрати змінюються пропорційно обсягу виробництва, і, таким чином, повні витрати виробництва також змінюються пропорційно до його обсягу;
- ✓ продажні ціни на продукт або продуктивний комплекс для усіх рівнів випуску не змінюється з часом, тому загальна вартість продажів є лінійною функцією від продажних цін та кількості проданої продукції;
- ✓ розмір беззбитковості визначається для одного продукту, а у випадку різної номенклатури її структура, тобто відношення між виробленою кількістю, повинні залишатися постійними.

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:

$$(P_s - C_v) \cdot V = C_f, \text{ або } V = C_f : (P_s - C_v), \text{ (6.29)}$$

де P_s – ціна одиниці продукції;

C_v – перемінні витрати на одиницю продукції;

V – кількість одиниць випущеної продукції;

C_f – річні постійні витрати.

Приклад. Компанія виготовляє продукт А. Розмір постійних витрат – 230 тис. грн. для цього виробництва. Максимально можливий обсяг випуску продукції становить 1000 одиниць. Одиниця продукції реалізується за ціною 800 грн, перемінні витрати складають – 250 грн на одиницю продукції.

Таким чином, за формулою (6.29):

$$V = 230\,000 : (800 - 250) = 419 \text{ одиниць продукції.}$$

Отже, при випуску 419 одиниць виробів А підприємство не має збитків, але і не має прибутків.

Розв'язання цього прикладу можна показати і графічно, див. рис. 6.9.

При реалізації концепції беззбитковості можна помітити, що будь-яка зміна виручки від реалізації продукції та послуг сильно впливає на зміну прибутку. Це явище називають *ефектом виробничого левеверджа (або операційного важеля)*.

Розглянемо це на прикладі.

Приклад. Підприємство випускає продукцію А. В першому році перемінні витрати склали 20000 грн, а постійні – 2500 грн. Загальні витрати складають $20000 + 2500 = 22500$ грн. Виручка від реалізації продукції складала 30000 грн. Таким чином, прибуток за перший рік становитиме $30000 - 22500 = 7500$ грн.

На другому році внаслідок збільшення продукції на 15 % одночасно виросли на таке ж значення перемінні витрати та обсяг реалізації.

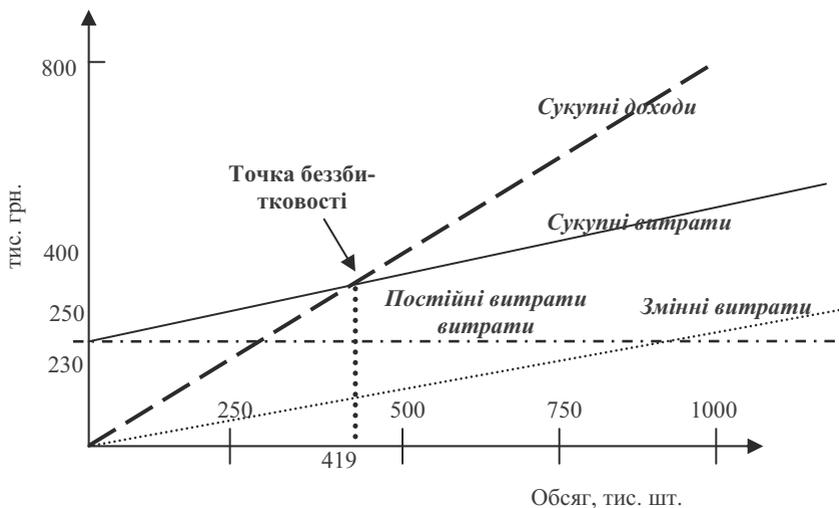


Рис. 6.9. Графік точки безбитковості

У такому випадку перемінні витрати становитимуть $20000 \cdot 1,15 = 23000$ грн. а виручка $30000 \cdot 1,15 = 34500$ грн. При незмінності постійних витрат загальні витрати становитимуть $23000 + 2500 = 25500$ грн, а прибуток $-(34500 - 25500) = 9000$ грн. Порівнявши прибуток у другому та в першому роках одержимо $9000 : 7500 = 1,2$ (120 %). Тобто при збільшенні реалізації продукції на 15 % спостерігається ріст обсягу прибутку на 20 %. Це і є результат впливу операційного (виробничого) важеля.

Для виконання практичних розрахунків залежності зміни прибутку від зміни обсягів реалізації пропонується така формула:

$$S = (C_f + P) \cdot P, \quad (6.30)$$

де S – сила впливу виробничого важеля;

C_f – річні постійні витрати;

P – прибуток.

У нашому випадку сила впливу виробничого важеля в першому році складала: $S = (2500 + 7500) : 7500 = 1,333$. Це означає, що зі збільшенням виручки від реалізації, припустимо, на 15 % (як в нашому випадку), прибуток зростає на $1,333 \cdot 0,15 = 20$ %.

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:

- набір значень початкових змінних;
- 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.

5. Визначення заходів щодо зниження інвестиційних ризиків. Незважаючи на те, що це останній етап в управлінні ризиками інвестиційного проекту, усі учасники приділяють йому особливу увагу. Бо всебічний аналіз фінансового стану суб'єкта інвестиційної діяльності та очікуваних проектних ризиків є обов'язковою умовою прийняття рішень щодо інвестування.

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, див. рис. 6.10.

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.

Розподіл ризику між учасниками проекту

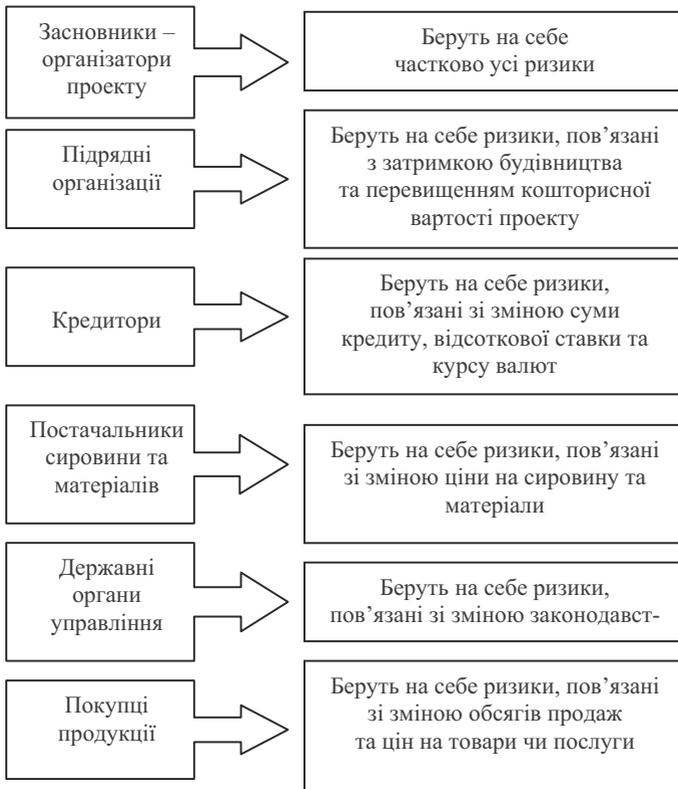


Рис. 6.10. Розподіл ризиків між учасниками проекту

Останнім часом користується попитом як інструмент протидії ризикам проекту **збір додаткової інформації про об'єкт інвестування**. Такі послуги надають **еккаутингві** 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 еккаутингві фірми розробляють типові довідки бізнес-інформації та, за бажанням замовника, дають більш детальну інформацію, отриману шляхом поглибленого аналізу. Еккаутинг часто об'єднується аудитом та є важливим засобом зниження рівня інвестиційного ризику.

Література для вивчення теми

1. Постанова Кабінету Міністрів України "Про затвердження Порядку конкурсного відбору інвестиційних проєктів, що реалізуються за рахунок кредитів комерційних банків з частковим відшкодуванням відсоткових ставок" від 29 січня 2002 року, № 101.
2. Наказ Міністерства економіки України "Про затвердження Методичних рекомендацій з розроблення бізнес-плану підприємств" від 06.09.2006 № 290.
3. Методичні рекомендації з підготовки інвестиційних проєктів, до реалізації яких залучатимуться іноземні інвестори. Затверджені колегією Мінекономіки України, протокол від 19 грудня 1994 року, № 7/16. (Друга редакція 1999 року).
4. Постанова Правління НБУ "Про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків" від 06.07.2000 р. № 279.
5. Беренс В., Хавранек П. М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. – М.: Экономика, 1995, 527 с.
6. Бочаров В. В., Финансовый инжиниринг. — СПб.: Питер, 2004.
7. Пересада А. А. Управление инвестиционным процессом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
8. Пересада А. А., Майорова Т. В. Управление банківськими інвестиціями: Монографія. – К.: КНЕУ, 2005. – 345 с.
9. Проектне фінансування: Підручник./ Пересада А. А., Майорова Т. В., Ляхова О. О. – К.: КНЕУ, 2005. – 761 с.
10. Царев В. В. Оценка экономической эффективности инвестиций. – СПб.: Питер, 2004. – 464 с.

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Визначте роль інвестиційних проєктів та програм для економічного розвитку України.
2. Визначте структуру та зміст інвестиційних проєктів.
3. За якими ознаками класифікують інвестиційні проєкти.
4. Охарактеризуйте порядок розробки інвестиційного проєкту.
5. Визначте передінвестиційну, інвестиційну та виробничу фази циклу інвестиційного проєкту.
6. Що містить техніко-економічне обґрунтування проєкту?
7. Охарактеризуйте процедуру оцінки інвестиційного проєкту інвестором (кредитором).
8. Що таке процедура експертизи інвестиційного проєкту?
9. Які складові містить фінансово-економічна оцінка інвестиційного проєкту?
10. Охарактеризуйте грошовий потік за періодом життєвого циклу інвестиційного проєкту.
11. Що містять початкові інвестиційні витрати, операційні та ліквідаційні грошові потоки за проєктом?

12. За якими принципами слід проводити фінансово-економічну оцінку інвестиційного проекту?
13. Назвіть основні критерії та показники, за якими визначається ефективність інвестиційного проекту.
14. Що таке чиста приведена вартість, індекс рентабельності інвестицій, та як вони визначаються?
15. Охарактеризуйте зміст внутрішньої норми дохідності інвестицій.
16. Охарактеризуйте зміст бухгалтерської норми рентабельності інвестицій.
17. Як визначається строк окупності інвестицій?
18. Чому оцінка інвестиційного проекту в умовах невизначеності є обов'язковою?
19. Визначте вплив інфляції на прийняття інвестиційних рішень.
20. Що таке аналіз чутливості інвестиційного проекту?
21. Що таке аналіз беззбитковості і як він проводиться на практиці?
22. Що таке виробничий леверидж (операційний важіль) та як він визначається?
23. Що таке аналіз еквівалента певності і як він проводиться на практиці?
24. Дайте визначення ризику та рівню ризику.
25. Що таке проектний ризик?
26. Що містить процедура вивчення та оцінки проектних ризиків?
27. За якими ознаками класифікують проектні ризики?
28. Що містить розрахунок показників ризику вкладення інвестицій?
29. Що таке вартість невизначеності?
30. Які моделі використовуються при аналізі інвестиційних ризиків?
31. Визначте основні складові аналізу сценаріїв розвитку проекту.
32. Що таке метод дерева рішень?
33. Визначте основні складові методу імітаційного моделювання.
34. Охарактеризуйте заходи щодо зниження інвестиційних ризиків.
35. Як використовується страхування в інвестиційній діяльності?

ТЕМА 7. УПРАВЛІННЯ РЕАЛІЗАЦІЮ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

7.1. ЗМІСТ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ ПРОЕКТАМИ

Управління проектами (англ. – *Project Management*) – 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 учасників проекту.

Управління – це, передусім, процес, спрямований на досягнення визначених цілей. Управління проектом – це управління змінами, що виникають як при координації дій колективів людей, які беруть участь у виборі та обґрунтуванні ідеї, оцінці ефективності прийнятних способів досягнення поставлених цілей та контролю вартості, якості, так і при реалізації проекту.

Основними завданнями управління проектами є:

- 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 виконавців (учасників) проекту, зокрема, через тендери чи конкурси;
- підготовка та укладання контрактів;
- визначення термінів виконання проекту, складання графіку його реалізації;
- визначення потреби у ресурсах (трудових, матеріальних та фінансових);
- складання кошторису та бюджетування проекту;
- забезпечення контролю та моніторингу проекту.

Таким чином, управління проектом є керівними функціями протягом життєвого циклу проекту в рамках встановленого бюджету та відповідно до технічних специфікацій та вимог.

Об'єктом управління є інвестиційний проект, який розглядається як керована зміна вихідного стану будь-якої системи (наприклад, підприємства), з метою розвитку з розрахунком витрат часу та коштів, дослідження управління впровадження змін, що здійснюються за проектом у рамках бюджету та часових обмежень містить такі основні напрями:

- ⇒ розробку проектно-кошторисної документації (інвестиційне проектування);
- ⇒ організацію фінансування інвестиційного проекту;
- ⇒ впровадження проектів (передбачає їх розробку, організацію тендерів укладання контрактів, матеріально-технічне постачання);

⇒ контроль (моніторинг) на усіх стадіях реалізації проекту, у т. ч. експлуатацію.

Управління проектами зародилося ще у стародавні часи, проте основну свою форму отримало у другій половині ХХ ст., внаслідок того, що в цей період майже у всіх галузях кількість проектів та їх складність стали стрімко зростати. Ця тенденція з'явилась, насамперед, в аерокосмічних та інших наукомістких та технічно складних виробництвах (енергетиці, електроніці, зв'язку, транспорті, мікробіології та ін.), а також у соціальній сфері та політиці. Крім того, не останню роль зіграли такі фактори, як:

- жорсткішими стали вимоги інвесторів;
- ускладнилися досягнення результатів проектів;
- посилилися взаємозв'язки та взаємозалежності виробників напівфабрикатів кінцевих продуктів та їх споживання;
- прискорилися темпи змінності поколінь техніки та технологій;
- зросла конкуренція;
- збільшилась міра проектного ризику.

Вплив перерахованих вище факторів призвів до збільшення тривалості реалізації та витрат на проекти, зниження якості продукції, зменшення прибутку, що очікувався, та рентабельності майбутніх виробництв тощо.

У сучасному вигляді управління проектами розвивається з 60-х років ХХ століття і початково було пов'язано з матричними організаційними структурами та сітвовими графіками. В подальшому у процесі свого розвитку воно залучило у свою сферу велику кількість інших інструментів аспектів та методів управління, таких, як вартість, ризик, якість, робота з учасниками проекту та зацікавленими сторонами, організація проектних колективів, прийняття рішень, інформатика щодо вирішення конфліктів тощо. Сьогодні *управління проектами* є самостійним напрямом діяльності зі своєю методологією, понятійним апаратом та методами.

Засновником теорії Управління проектами вважають німецького економіста Роланда В. Гутча. Його заслуга в тому, що він довів міжнародній спільноті значимість управління проектами, яка підштовхнула до ідеї створення *Міжнародної асоціації управління проектами*. Розвивати порозуміння позамовних та культурних бар'єрів, покращувати особливості управління проектами та інтегрувати їх у єдину концепцію – це основне завдання, яке він ставив перед собою. Під його керівництвом у Відні в 1967 році на Першому світовому конгресі з управління проектами 400 учасниками було створено таку асоціацію, а у 1979 р. у Гарміні (західна Німеччина) на Шостому світовому конгресі з управління проектами було визначено, що основою подальшого розвитку управління проектами є не сітвові методи, а методи, які забезпечують досягнення найефективніших результатів за складом та обсягом робіт, вартістю, якістю та задоволенням потреб учасників інвестиційного проекту.

Замість терміна «управління проектами» сьогодні часто використовують інший термін – «управління змінами». Щоб краще передбачити можливі зміни, необхідно чітко сформулювати мету та завдання проекту, що найкращим чином дасть можливість визначити методичні та методологічні принципи управління проектом.

В управлінні проектами використовується багатий арсенал методів та прийомів, які дають можливість вирішувати завдання, які далеко виходять за рамки загального планування реалізації інвестиційного проекту (складання асортименту випуску продукції, контроль за роботами, управління ризиком тощо). Загалом, методологія управління проектом базується на пілотуванні складних проектів як системи взаємопов'язаних та взаємозалежних робіт та подій, що забезпечують ефективне використання матеріальних, технічних, трудових та фінансових ресурсів.

Швидке розповсюдження системних методів управління проектами пов'язане з розвитком комп'ютерних технологій, які дають можливість поряд з сільовими методами управління використовувати інші комплексні підходи, орієнтовані на електронну обробку інформації. Поява четвертого покоління комп'ютерів та новітніх інформаційних технологій суттєво розширила можливість управління проектами та запровадження новітніх інвестиційних інструментів.

Велика заслуга в цьому належить Міжнародній асоціації управління проектами (*INTERNET*), а з 1995 року – (*IPMA*), яка об'єднує 28 країн та більше ніж 10 тис. учасників Інституту управління проектами (*PMA* – близько 26 тис. чол.), а також Австралійському інституту управління проектами (*APMA*), Японській Асоціації розвитку інжинірингу (*ENAA*) та ін. Ці організації з часом встановили між собою тісні зв'язки, налагодили обмін інформацією, ідеями, публікаціями у спеціальних виданнях та проведення національних та міжнародних форумів.

Членом Міжнародної асоціації Управління проектами є і Українська асоціація управління проектам, яка працює в Україні з 1991 року.

Крім Української асоціації управління проектами, в Україні діють й інші компанії, основними напрямками діяльності яких є:

- проектний та фінансовий менеджмент;
- реструктуризація підприємств;
- супроводження проектів;
- підготовка техніко-економічного обґрунтування інвестицій;
- аналіз ринку проектів та створення банку даних;
- навчання сучасним методам управління проектами;
- пошук ділових партнерів під конкретні проекти тощо.

Потенційною сферою інтересів управління проектами в Україні є зміни відносин власності (роздержавлення підприємств та організацій, акціонування, корпоратизація); розвиток інвестиційного ринку – поступовий

перехід до відносного балансу пропозиції та платоспроможного попиту; виробничих схем та методів управління інвестиційною діяльністю.

Однак, для подальшого розвитку та застосування в інвестиційній сфері управління проектами в Україні необхідно:

по-перше, щоб усі доступні методи та засоби управління проектами задовольняли реальним вітчизняним умовам та вимогам здійснення проектів;

по-друге, підготувати спеціалістів з управління проектами, які здатні забезпечити розвиток та застосування управління проектами на практиці;

по-третє, сформувати ринок управління проектами як усвідомленої необхідності для використання цього інструменту у керуванні змінами.

7.2. ОРГАНІЗАЦІЙНІ СТРУКТУРИ УПРАВЛІННЯ ПРОЕКТАМИ

Успіх реалізації інвестиційного проекту, переважно, визначається *організаційною структурою управління*, яка має виробити комплекс взаємодій, спрямованих на своєчасне та якісне виконання усіх робіт, що передбачає проект. У зв'язку з тим, що інвестиційні проекти різняться структурою вкладень та змістом окремих етапів, не існує типової структури управління, яку б можна було б використовувати в усіх випадках.

Організаційну структуру будують з урахуванням складу та змісту, а також трудомісткості функцій управління (загальних та спеціальних). Залежно від трудомісткості, ту чи іншу функцію можуть виконувати один або кілька підрозділів (виконавців). Ієрархія апарату управління визначається характером взаємодії та взаємовідносин між усіма учасниками інвестиційного процесу, причому не лише складністю та характером операцій (робіт), що виконуються, але й суб'єктивними можливостями керівника (менеджера), його здатністю співпрацювати з колективом та бажанням делегувати підлеглим повноваження для виконання певних завдань управління проектом.

Якщо керівний апарат «роздутий», втрачається особистий контакт між керівником та підлеглими нижньої ланки, вище ймовірність виникнення груп, які очолюють неформальні лідери, уособлюється контроль за виконанням доручень, виникають конфлікти. При цьому управління супроводжується збільшенням витрат на утримання апарату та часу, необхідного для прийняття рішень.

Основна сила проектної концепції управління полягає в делегуванні влади та накладеній відповідальності за досягнення цілей на певних керівників – менеджерів проекту та стрижневих членів команди. Своєю чергою, основна проблема проектної концепції управління – у складності створення ефективної тимчасової системи управління, яка має функціонувати спільно з постійною системою управління в організації.

Оптимальна організація команди проекту, яка поєднує як керівників проекту і команду виконавців, так і підрозділи та спеціалістів, які вплива-

ють на хід робіт або здійснюють ту чи іншу підтримку проекту, дає можливість підвищити ефективність управління та уникнути проблем.

На рис. 7.1. наведена структура проекту, при якій менеджер проекту забезпечує інтеграцію основних його учасників. Група контролю цілей проекту забезпечує контроль та узгодженість цілей проекту зі стратегічними цілями організації. Група технічного контролю відповідає за відповідність технічних рішень та технологій, що використовуються, загальноприйнятим стандартам, умовам організації та специфікаціям контракту. Адміністратор та офіс проекту здійснюють підтримку менеджера проекту зі збору інформації та виконання управлінських функцій.

Посади основних членів команди проекту відрізняються залежно від типу проекту. Для промислового проекту, наприклад, у ядро команди, крім менеджера проекту, повинен входити головний інженер проекту, який відповідає за специфікації та якість кінцевого продукту. Для великих проектів необхідно мати команду із декількох інженерів: інженера, що відповідає за специфікацію продукту, інженера, що відповідає за технологію виробництва, а також спеціаліста, що відповідає за установку, тестування та дослідне виробництво тощо.

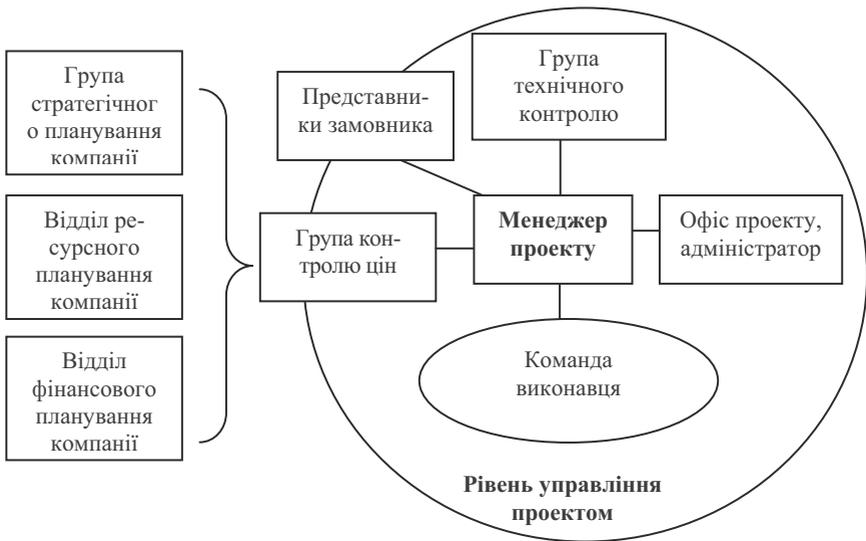


Рис. 7.1. Приклад організації проекту

Адміністратор проекту – спеціаліст, що відповідає за все офіційне діловодство щодо проекту, вносить до протоколів зміни, пропозиції та інші

питання, у тому числі претензійні, пов'язані з контрактними обов'язками. Часто адміністратор проекту відповідає також за ведення архіву проекту.

У великих проєктах можуть бути також:

⇒ контролер проекту – здійснює збір, обробку та облік інформації про хід виконання робіт та фактичні затрати;

⇒ керівник служб підтримки – відповідає за функціонування служб інформаційної підтримки та підтримки загально управлінських функцій.

У процесі реалізації корисно мати *офіс проекту* (штаб проекту) навіть для невеликих проєктів. Офіс проекту є центром, у якому зосереджується уся інформація по проєкту, проводяться засідання та зустрічі. Робочі місця постійних членів команди проекту, за можливості, мають знаходитися у штабі.

У кожному проєкті можна визначити спеціалістів, діяльність яких критична для успіху проєкту загалом. Наприклад, члени вищого керівництва організації, які контролюють проєкт; спеціалісти, які володіють специфічною кваліфікацією, необхідною для досягнення результатів проєкту, і т. ін. У будь-якому випадку організаційна структура управління має забезпечувати прямий контакт менеджера проєкту з певними спеціалістами.

Організація управління інвестиційним проєктом має такі цілі:

1) *Забезпечення взаємодії учасників проєкту.* Для забезпечення ефективної взаємодії необхідно:

⇒ організувати взаємодію між менеджером проєкту та функціональним керівництвом;

⇒ встановити правила формальної взаємодії між учасниками проєкту.

Лінійні менеджери мають забезпечити проєкт ресурсами відповідно до його життєвого циклу таким чином, щоб менеджер проєкту був впевненим у доступності необхідних ресурсів та своєчасній їх поставці. Відповідальність стрижневих виконавців за виконання завдань проєкту має бути узгоджена на основі матриці відповідальності. Така матриця є форматом для призначення підрозділам відповідальності за реалізацію кожного з елементів проєкту з визначенням ролі кожного із підрозділів у виконанні тієї чи іншої роботи. Кількість видів відповідальності може бути різною залежно від специфіки проєкту та його організації, але в будь-якому випадку рекомендується обмежитися невеликим набором легких для опису та розуміння видів участі у виконанні робіт. Наприклад, найважливішу роль у виконанні будь-якої детальної роботи відіграє безпосередньо відповідальність за її виконання, але у матриці мають бути відображені і ті люди та організації, які забезпечують підтримку робіт безпосереднього виконавця, а також ті, що будуть здійснювати оцінку та приймання робіт.

У табл. 7.1. наведений приклад матриці відповідальності. Ролі у прикладі вказують на вид участі підрозділу у роботі: **ВВ** – відповідальний виконавець; **В** – виконавець; **П** – приймання робіт; **К** – консультації.

Таблиця 7.1.

Матриця відповідальності

| Завдання | ВИКОНАВЦІ | | | |
|--------------------|------------------|-----------------------|---------------------------|--------------|
| | Менеджер проекту | Адміністратор проекту | Планово-фінансовий відділ | Відділ збуту |
| Узгодження цілей | ВВ | | | К |
| План за етапами | ВВ | В | | К |
| Бюджет проекту | ВВ | В | К | |
| План проекту | П | ВВ | | |
| Затвердження плану | ВВ | | К | К |

Грунтовно підготовлена та продумана матриця часто є тим інструментом, який забезпечує успішну підтримку проекту як у рамках команди проекту, так і зовнішніми організаціями. Приклад матриці відповідальності для структурних підрозділів Замовника наведено у таблиці 7.2.

Таблиця 7.2.

Матриця розподілу відповідальності для структурних підрозділів замовника

| Виконавці | Дослідження інвестицій | Розробка ПКД | Контракти | Будівництво | Експлуатація |
|---------------------------------|------------------------|--------------|-----------|-------------|--------------|
| Відділ обладнання | -/+ | +/- | +/- | + | + |
| Відділ капітального будівництва | -/+ | +/- | +/- | + | + |
| Відділ охорони природи | -/+ | -/+ | -/+ | +/- | -/+ |
| Відділ комплектування | | +/- | + | + | +/- |
| Відділ АСУ | -/+ | -/+ | +/- | +/- | +/- |
| Технічний відділ | +/- | + | -/+ | -/+ | -/+ |
| Планово-виробничий відділ | -/+ | -/+ | + | +/- | + |
| Планово-фінансовий відділ | | | + | +/- | + |
| Бухгалтерія | | -/+ | +/- | +/- | -/+ |

Умовні позначення:

(+) – відповідальний виконавець;

(+/-) – бере участь у розробці;

(-/+) – узгоджує вихідний результат.

2) *Розподіл функцій та відповідальності виконавців.* У рамках проекту взаємодіють різні організації та окремі виконавці:

- ✓ внутрішні та зовнішні користувачі результатів проекту;
- ✓ внутрішні та зовнішні постачальники ресурсів;
- ✓ внутрішні функціональні відділи, наприклад, бухгалтерія і т. п.

Для забезпечення їх ефективної взаємодії мають бути чітко визначені їх ролі:

по-перше, повноваження щодо прийняття рішень;

по-друге, детальний розподіл робіт за виконавцям;

по-третє, міра відповідальності за ті чи інші управлінські функції;

по-четверте, закріплення за учасниками та користувачами необхідних інформаційних даних.

Рівні відповідальності та керівництва мають бути чітко визначені не лише для постійних членів проекту, але й для виконавців та організацій, що підтримують проект на окремих стадіях.

3) *Визначення відповідальності за прийняття рішень за проектом.* Організація проекту містить підбір стрижневих спеціалістів, відповідальних за прийняття рішення. Організаційна структура проекту передбачає можливість розподілу функцій прийняття рішень відповідно до їх дійсного фаху (наприклад, технічні рішення приймаються технічними спеціалістами). Відповідальність за прийняті рішення має, за можливості, покладатися на потенційних користувачів результатів проекту.

4) *Забезпечення раціонального розподілу інформації за проектом.* У великих проектах система комунікацій передбачає розсилання великої кількості інформації усім його учасникам. Зайві обсяги інформації, зазвичай, ведуть до зниження якості її використання учасниками проекту. Аналогічно, наради, у яких бере участь значна кількість співробітників, перестають бути ефективними. Для розв'язання проблеми організації комунікації керівництво проекту має:

✓ прагнути до забезпечення учасників проекту лише необхідною для них інформацією у необхідний період часу;

✓ визначити комунікаційні канали комунікації заздалегідь перед розгортанням робіт по проекту;

✓ забезпечити дієвий контроль за функціонуванням інформаційних каналів;

✓ прагнути до надання інформації у доступній, зрозумілій формі (узагальнені звіти, графіки, таблиці тощо).

5) *Забезпечення гнучкості використання ресурсів.* Зазвичай, проекти виконуються постійною командою виконавців, яка пілотує проект від початку і до кінця. У зв'язку з цим, керівник проекту обмежений у можливості регулювати кількість ресурсів залежно від обсягів та строків виконання робіт, не може залучити найбільш кваліфікованих спеціалістів для окремих спеціальних видів робіт.

Разом із тим, організація проекту має давати можливість залучати різноманітні ресурси на різних стадіях проекту відповідно до таких принципів, як:

- ⇒ 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.

Важливим в управлінні проектами є вибір організаційного рівня планування та управління.

Інвестиційні проекти, зазвичай, є складовою частиною діяльності великих організаційних структур. Результати реалізації проектів спрямовані на досягнення цілей організацій-замовників. Виконання проекту може здійснюватися в рамках однієї або декількох організацій. Таким чином, організаційна структура проекту визначається не тільки його цілями, але й складом робіт, і функціональною структурою організацій, які беруть участь у проекті.

У *проектно-орієнтованих організаціях* велике значення має позиційність щодо проекту. У будівельних фірмах та підприємствах, що розвиваються, на основі проектного підходу планується все основне виробництво. В інших організаціях будь-якого типу на основі проектного підходу можуть плануватися програми розвитку бізнесу та удосконалення структури організації. На рис. 7.2. наведена узагальнена схема позиційності проекту структури організації. Згідно з цією схемою, проекти здійснюються організацією паралельно з основним процесом виробництва. Великі проекти можуть плануватися та здійснюватися у рамках декількох організацій.

У будь-якому випадку концепція та організаційна структура проекту мають бути узгоджені зі стратегічним планом розвитку організації та структурою виробництва.

В організаційній структурі проекту можуть бути виділені три основних рівня:

⇒ *організація на концептуальному рівні*, на якому визначаються основні принципи взаємодії та роз'яснюється міра участі різних учасників проекту, визначаються взаємовідносини на рівні компаній, відділів та керівного апарату.

⇒ *організація на стратегічному рівні*. Цей рівень передбачає відповідальність за досягнення стрижневих моментів. Організаційними елементами тут можуть бути компанії, відділи, ключові менеджери.

⇒ *організація виконання робіт*. На цьому рівні визначається відповідальність за виконання окремих видів робіт, призначаються їх виконавці.

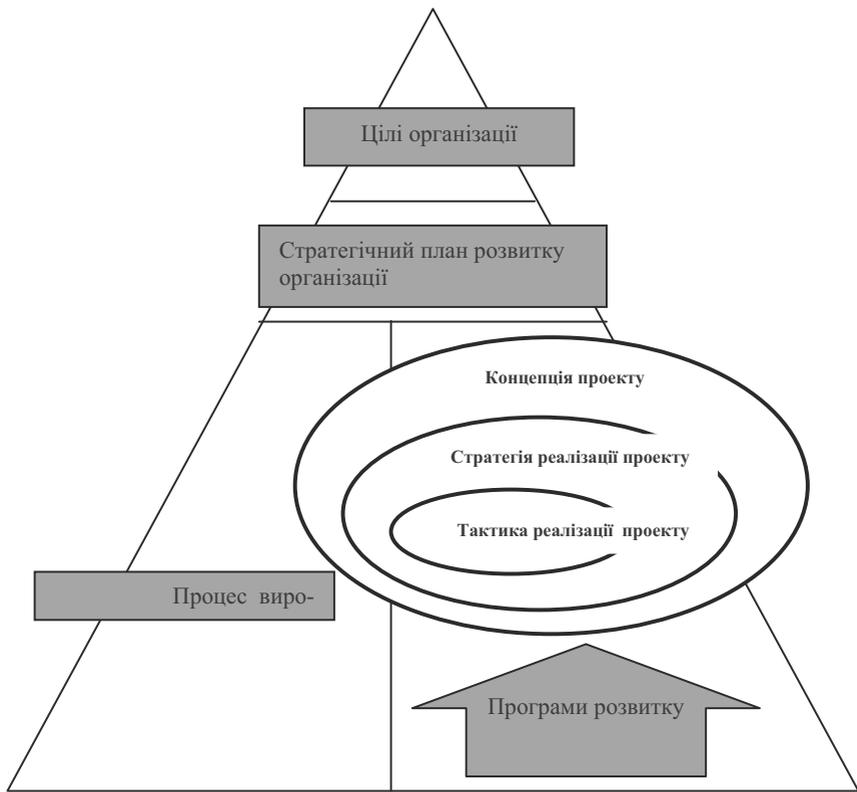


Рис. 7.2. Узагальнена схема позиційності проекту щодо структури організації

Управлінські рішення, що приймаються на різних організаційних рівнях проекту, вимагають участі керівництва та виконавців, що займають відповідні ланки в організаційній структурі компанії (див. рис. 7.3.).

Необхідно зазначити, що на різних стадіях життєвого циклу проекту роль різних організаційних рівнів змінюється (див. рис. 7.4.).

На рівні концептуального планування та управління проектом головну роль відіграють керівники вищої ланки керівництва організації, які приймають рішення, що стосуються цілей та пріоритетів проектів, обсягів фінансування та ресурсного забезпечення. Цей рівень управління має стрижневу роль на передінвестиційній стадії проекту, коли приймаються рішення щодо проекту загалом



Рис. 7.3. Рівні організаційної структури проекту та відповідні їм типи управлінських рішень

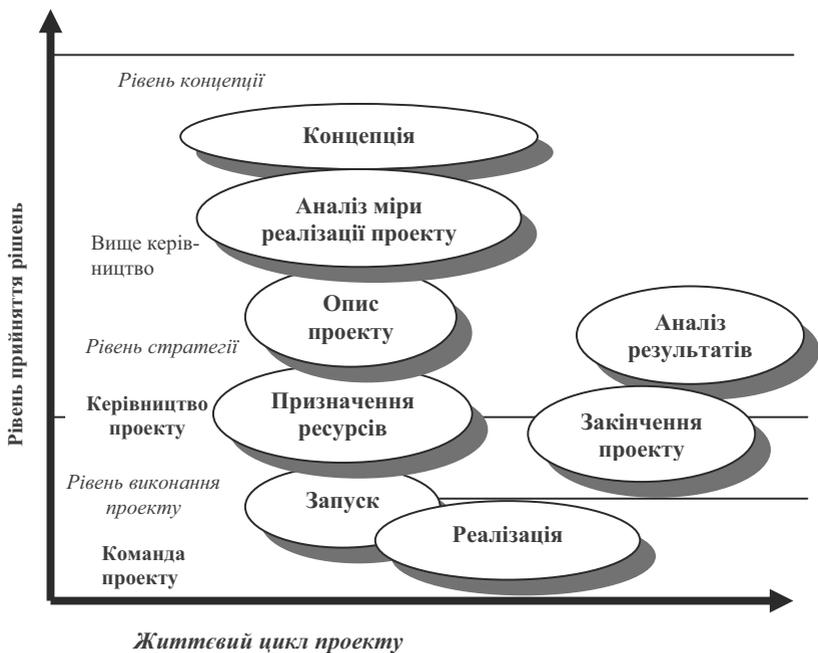


Рис. 7.4. Роль різних рівнів організаційної структури проекту у прийнятті рішень на різних стадіях проектного циклу

На стадії планування та запуску проекту управлінські рішення стосуються стратегії досягнення цілей проекту, а центр керівництва переміщується на стратегічний організаційний рівень.

На стадії реалізації проекту основна маса управлінських рішень стосується оперативного планування, технічної реалізації та тактики виконання завдань. Головну роль на стадії виконання відіграє організація роботи команди проекту.

Із теорії та практики управління відомо багато різноманітних форм управління проектами. При виборі найбільш прийнятної форми, з точки зору умов реалізації проекту, необхідно врахувати такі фактори:

- ⇒ складність проекту;
- ⇒ технологічність проекту, тобто можливість виконання робіт з мінімальними витратами трудових, матеріальних та фінансових ресурсів;
- ⇒ строки завершення окремих стадій;
- ⇒ вимоги замовника (інвестора);
- ⇒ фінансові можливості замовника (інвестора).

Найчастіше використовується три схеми управління проектом: «основна» схема; схема «розширеного управління»; схема «під ключ».

«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.

Кожна із зазначених схем реалізується тимчасово та впроваджується робочою групою на період реалізації проекту. Ця група містить, залежно від призначення проекту, його складності та галузевої приналежності, спеціалістів різного профілю. Тимчасова група або стає самостійним учасником проекту, або входить до складу однієї із організацій – учасниць проекту.

Існує два основних підходи формування робочих груп.

Відповідно до першого підходу, замовник та підрядник формують свої групи на чолі з керівниками проекту призначеними сторонами. Ці керівники

середньої ланки підпорядковуються генеральному керівнику. 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 усіх учасників проекту.

Інший підхід передбачає створення єдиної робочої групи на чолі з керівником проекту. У групу входять уповноважені представники усіх учасників проекту.

Теорія та практика управління виробила декілька типів організаційних структур, кожна з яких має певні переваги та недоліки.

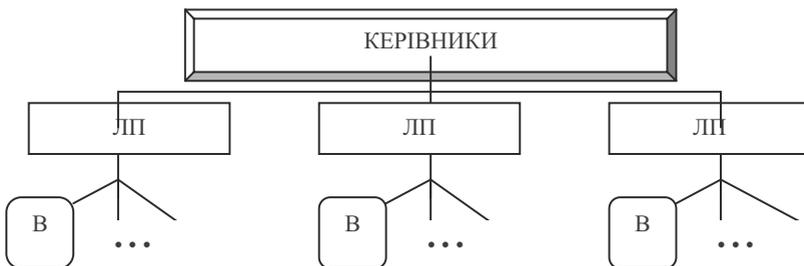
Зазвичай розрізняють чотири основні підходи до організації проекту:

- лінійна структура;
- функціональна структура;
- матрична структура;
- власне проектна структура.

Так, *лінійна структура* (рис. 7.5) 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. Чітко регламентована, що дає можливість оперативного прийняття рішення, – це і є перевагою лінійної структури управління.

Проте керівник може залучити до управління не більше чотирьох-п'яти підлеглих, а тому, зазвичай, він є перевантаженим, зосереджує свою увагу на вирішенні дрібних питань, які не залишають часу для інших, важливіших функцій. Недоліком лінійної структури є великий обсяг інформації, що передається від одного рівня до другого, а також через високі кваліфікаційні вимоги до спеціалістів у поєднанні з обмеженням ініціативи робітників нижніх рівнів, що призводить до зниження ефективності управління.



(ЛП – лінійні підрозділи; В – виконавці)

Рис. 7.5. Лінійна структура управління

У зв'язку з цим, лінійна структура застосовується лише при невеликих обсягах робіт, коли завдання управління проектом порівняно прості.

Певний інтерес має *функціональна структура управління*, яка базується на диференціації управлінської праці за окремими функціями, кожна з яких виконується одним спеціалістом, групою або відділом (рис. 7.6). Керівники функціональних підрозділів спеціалізуються у певних сферах діяльності, відповідаючи за окремі ділянки робіт, що входять до їх компетенції.

Функціональна спеціалізація апарату управління дає можливість залучити до керівництва кваліфікованих спеціалістів, підвищити якість та оперативність управління, розвантажити лінійних керівників, проте, водночас, знижується відповідальність за результати роботи та порушується єдність розпорядження. При цьому виникає проблема міжфункціональної координації, вирішення якої доручається одному або декільком *координаторам*, що можуть бути підлеглими безпосередньо керуючих різних рівнів. Оскільки координатори безпосередньо не беруть участі у вирішенні завдань, що виникають при виконанні проекту, їх зусилля не завжди досягають поставлених цілей.

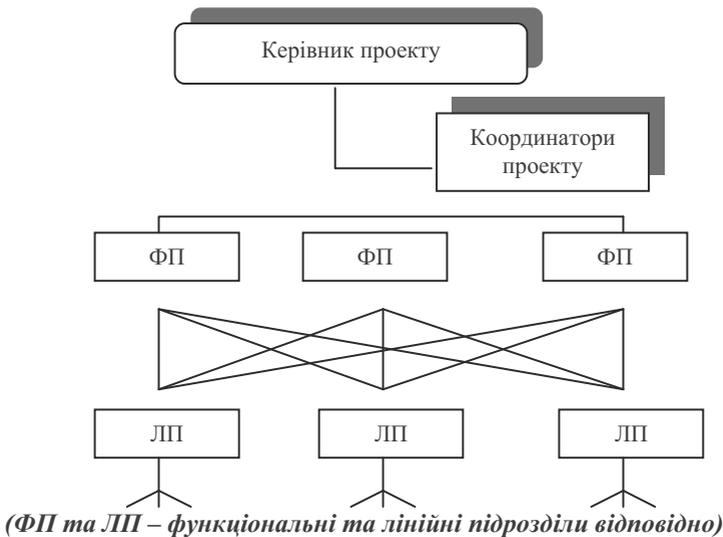


Рис. 7.6. Функціональна структура управління, яка складається з координаторів робіт

Функціональна структура застосовується в організаціях, для яких характерні стабільний режим роботи, відносна незалежність від зовнішнього середовища та незмінна спеціалізація. При порушенні будь-якої з трьох пере-

рахованих умов (обсяг робіт, спеціалізація, радіус обслуговування та ін.) ця структура є малоефективною.

При цьому, при виконанні кількох проектів недовіком такої структури є те, що менеджери різних відділів можуть мати різне уявлення про пріоритет того чи іншого проекту, що може призвести до затримки робіт окремими підрозділами.

Варто зазначити, що чисто функціональна організаційна структура підприємства на практиці часто трансформується у більш адаптовані типи структур, які можуть бути легко модифіковані відповідно до змін навколишнього середовища та потреб власне компанії. В великих компаніях, наприклад, часто застосовується дивізійна форма організації управління. Основними типами дивізійного підходу до організації управління є структури:

- ⇨ дивізійно-регіональна;
- ⇨ дивізійно-продуктова;
- ⇨ дивізійно-технологічна.

Використання дивізійної структури управління не позбавляє від необхідності спеціалізованої організації управління проектами, хоча і має певні особливості вирішення конкретного завдання, пов'язані зі спеціалізацією та деякою незалежністю дивізіонів.

У ряді випадків певний науковий та практичний інтерес становить *програмно-цільова структура*, яка базується на комплексному управлінні всією системою робіт, у тому числі на техніко-економічному обґрунтуванні проекту, формуванні проектно-кошторисної документації, будівництві, монтажі технологічного обладнання, випуску продукції. Основою цієї прогресивної форми організації управління є спеціальний орган управління, до завдань якого входить координація діяльності усіх функціональних підрозділів. Різновидами програмно-цільової структури є проектна, матрична та деякі інші структури.

Під *проектним управлінням* розуміють сукупне управління усіма трудовими, фінансовими та матеріальними ресурсами, які необхідні для проектування та будівництва об'єкта у визначені терміни та в межах затвердженої кошторисної вартості.

Структура проектного управління (рис. 7.7.) формується під конкретні завдання великих будов та проектів як тимчасова, для реалізації яких необхідно залучати кваліфікованих спеціалістів. Після завершення роботи на об'єкті, члени тимчасових груп повертаються у свої спеціалізовані підрозділи. Залучення таких спеціалістів здійснюється на конкурсних засадах і сприяє підвищенню їх творчої активності.

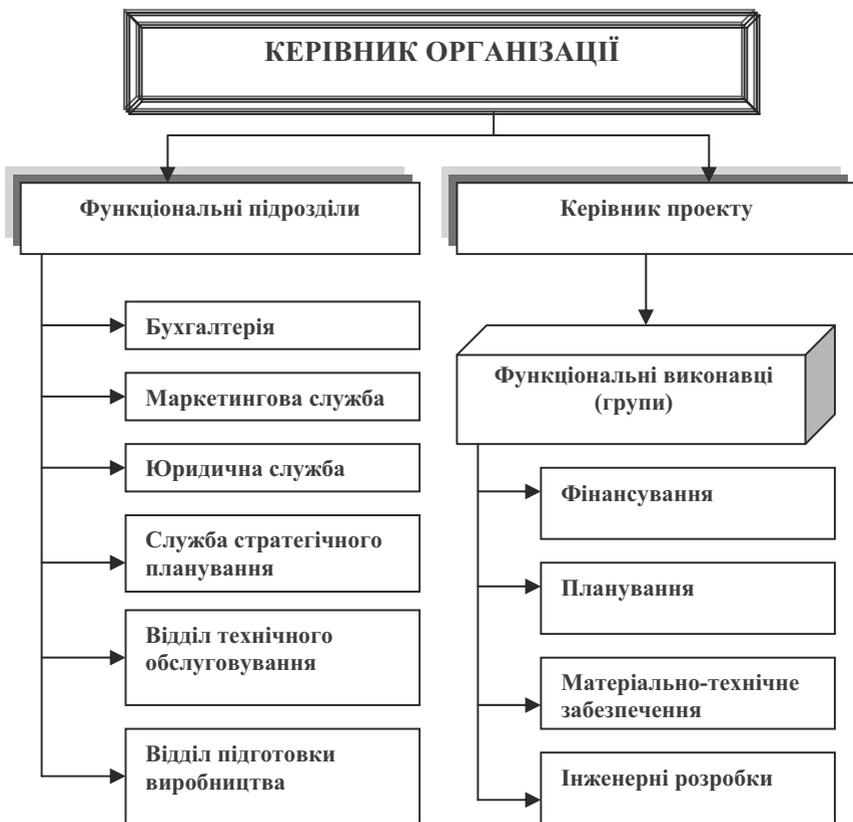


Рис. 7.7. Структура проектного управління

Від усіх, розглянутих вище структур, структура проектного управління відрізняється тим, що у цій досить прогресивній формі організації найбільшою мірою реалізуються вимоги системного підходу до досягнення поставленої мети. Створені на базі такого підходу органи управління та залучені спеціалісти є мобільним механізмом для одночасного виконання декількох проектів на принципах пріоритету глобальних цілей організації, які домінують над окремими (локальними) цілями функціонального характеру. Здатність швидко адаптуватися до ситуації, що склалася, забезпечує гнучке та оперативне реагування на зміну зовнішніх та внутрішніх умов.

Структура проектного управління залежить від типів проектів, за якими вона спеціалізується. Незважаючи на різноманітність рішень, можна виокремити багато загальних принципів її формування:

- ✓ необхідність підпорядкування кожного члена проектної групи лише одному керівнику вищої ланки управління;
- ✓ дотримання *норм керованості*, тобто раціональної кількості підлеглих, якими можна ефективно управляти керівником (досвід показує, що раціональна норма керованості для систем проектного управління становить 6–8 осіб.);
- ✓ раціональний розподіл відповідальності між рівнями управління, а також між керівниками та виконавцями на кожному рівні ієрархії.

Характер взаємодії керівника проекту з членами проектної групи залежить від масштабів проекту. При виконанні, наприклад, малих проектів створюється проектна група у складі 6–8 осіб, керівник якої безпосередньо взаємодіє з кожним підлеглим та може обійтися без видання інструкцій та розпоряджень. Виконання середніх та великих проектів вимагає формування груп за функціональною, предметною або територіальною ознакою. Тут взаємодія керівника проекту з підлеглими може опосередковуватися через документи – розпорядження (накази), інструкції, доручення та звітні (службові записки, рапорти, доповідні).

Структура проектного управління, зазвичай, складається двох рівнів. Перший (організаційний) рівень представлений підрозділами, відповідальними за стратегію розвитку, науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи, фінанси та ресурси; другий (власне проектний) – службами, що безпосередньо розробляють та реалізують інвестиційні проекти.

На організаційному рівні здійснюється вибір та підготовка проектних рішень, які вимагають певних знань у сфері техніки, економіки, соціології та інших дисциплін. Підготовлена агрегована інформація передається на проектний рівень, де розробляється техніко-економічне обґрунтування проекту та проектна документація.

Ефективність проектного управління залежить від діяльності функціональних виконавців, підлеглих, принаймні, двом керівникам – функціональному керівнику та керівнику проекту. Якщо функціональному керівнику виконавець-підлеглий постійно, то керівнику проекту – тимчасово, тобто на період виконання робіт за проектом. Оскільки найчастіше виконавець одночасно бере участь у декількох проектах, то він стає підлеглим у кількох керівників, кожен з яких розглядає та оцінює його діяльність з позицій внеску у свій проект.

У практиці управління проектами останнім часом поширення набула *матрична структура*, яка формується на базі подвійного підпорядкування спеціалістів функціональних служб. При цьому, спеціалісти, що працюють, належать до функціонального підрозділу, підпорядковуються його начальнику, але беруть участь у виконанні конкретних завдань для реалізації інвестиційного проекту разом з іншими учасниками. Зв'язки між тимчасово створеними під проект колективами робітників та постійними функціональними підрозділами, з яких залучаються ці спеціалісти, створюють досить

гнучку *матрицю взаємодії*. При цьому, керівник проекту відповідає за кінцеві результати його здійснення, а функціональний керівник визначає склад виконавців для виконання конкретних робіт за проектом.

Керівник проекту контролює діяльність спеціалістів функціональних підрозділів, своєчасно виявляє труднощі та помилки, які перешкоджають виконанню робіт, застосовує заходи щодо їх усунення, а, за необхідності, звертається до керівника вищого рівня.

Можливість залучення висококваліфікованих спеціалістів до роботи над проектом дає можливість досягти високої якості при мінімальних витратах часу та вартості проектних робіт загалом.

Матрична структура організації має кілька різновидів:

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

Слабка матриця. Координатор проекту відповідає за координацію завдань за проектом, але має обмежену владу над ресурсами. Недоліком такого підходу є незбалансованість між високою відповідальністю та звуженими повноваженнями.

Збалансована матриця. Менеджер проекту координує усі роботи та розподіляє відповідальність за досягнення цілі між керівниками функціональних підрозділів. Менеджер проекту відповідає за тимчасові та вартісні параметри завдань, а функціональні менеджери – за зміст робіт та їх якість. Проблема такого підходу виникає у тому випадку, коли баланс відповідальності порушується при посиленні влади тієї чи іншої сторони (проектного або функціонального керівництва).

Жорстка матриця. Менеджер проекту несе повну відповідальність за виконання завдань проекту. Менеджери підрозділів відповідають за призначення персоналу на окремі частини проекту. Керівник проекту у такому випадку має можливість здійснювати ефективніший контроль над проектом, але вплив організації на результати проекту слабшає.

Загалом, матрична форма організації проекту вимагає чіткої та формалізованої системи комунікацій, контролю та управління.

Недоліки матричної структури управління полягають у періодичних перевантаженнях функціональних підрозділів, що тягне за собою внутрішньо фірмові конфлікти, які призводять до подовження термінів проектування.

Матрична організаційна структура управління не може ефективно використовуватися без стратегічного календарного або сітьового плану, який враховує перспективи графіку виконання робіт та потреби у ресурсах. Складання матричного бюджету вимагає більшого обсягу достовірної інформації, яку не завжди можна отримати, тому формування та уточнення стратегічного та річного планів здійснюється постійно.

Процес визначення навантаження функціональних підрозділів завершується складанням плану, який містять такі елементи:

- ✓ склад завдань розподілу;
- ✓ трудомісткість виконання робіт;
- ✓ календарний графік виконання робіт;
- ✓ графік руху спеціалістів за проектами.

Успішна реалізація матричної структури управління проектом переважно залежить від організації контролю за ходом робіт, тому, зазвичай, постійно ведеться моніторинг, складаються звіти, а в критичних ситуаціях – своєчасно приймаються заходи щодо усунення відхилень від запланованих строків виконання окремих робіт та проекту загалом.

Основні характеристики управлінських структур, пов'язаних із наведеними вище формами організації, представлені у таблиці 7.3.

Таблиця 7.3.

Характеристики основних форм організації управління проектами

| Характеристики проекту | Форми організації проекту | | | | | |
|--|---------------------------|--------------------------------|---|--|--|-----------------------|
| | Лінійна структура | Функціональна структура | Матрична структура | | | Проектна структура |
| | | | Слабка матриця | Збалансована матриця | Жорстка матриця | |
| Влада менеджера проекту | Середня | Слабка або відсутня | Обмежена, нижча ніж у лінійних менеджерів | Середня, однакова з владою лінійних менеджерів | Висока, вище ніж у лінійних менеджерів | Дуже висока або повна |
| Роль менеджера проекту | Керівник проекту | Лідер проекту, або координатор | Координатор проекту | Керівник проекту або координатор | Керівник проекту | Керівник проекту |
| | Повне навантаження | Часткове навантаження | Часткове навантаження | Повне навантаження | Повне навантаження | Повне навантаження |
| Процент персоналу, задіяного повністю у проекті | 100 % | Немає | 0–25 % | 15–60 % | 50–95 % | 85–100 % |
| Адміністратор проекту | Повне навантаження | Часткове навантаження | Часткове навантаження | Повне навантаження | Повне навантаження | Повне навантаження |

Ті чи інші організаційні підходи можуть застосовуватись до різних типів проектів з різним рівнем ефективності. Функціональна структура організації може стати ефективною для добре структурованих проектів з чітко визначеними цілями, пакетами робіт та технологіями їх виконання. І навпа-

ки, проектна структура або жорстка матриця можуть стати більш ефективними для складних проектів, які мають високу міру невизначеності у змісті робіт та технологіях їх виконання.

І нарешті, в окремому випадку створення адаптованої організаційної структури може передбачити використання комбінації організаційних підходів (конгломерату). В різних відділеннях компанії можуть використовуватися різні організаційні структури, залежно від типу виконаних робіт.

Таким чином, кожна з розглянутих організаційних структур управління проектом має специфічні переваги та недоліки. Вибір на користь тієї чи іншої структури здійснюється з урахуванням таких факторів, як: масштаб проекту, його складність та тривалість проектного циклу.

Лінійна або функціональна структура краще підходять малим проектам, водночас як для середніх більш прийнятною є матрична, а для великих та складних проектів краще підходить проектна структура.

Не менш важливе значення має правильний вибір керівника проекту, який вміло представляє інтереси замовника, має добру інженерну підготовку, високі ділові якості, економічне мислення та досвід роботи, та має здібності до взаємодії з усіма учасниками проекту, що дає змогу вдало обрати організаційну структуру управління проектом.

7.3. ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПРОЕКТУВАННЯ

Найголовнішою складовою управління проектом є інвестиційне проектування.

Інвестиційне проектування – це розробка комплексу технічної документації, яка містить техніко-економічне обґрунтування (креслення, пояснювальні записки, бізнес-план та інші необхідні документи) проектів. Це надзвичайно важливий і відповідальний етап в інвестиційному процесі, бо розробка проекту, або проектування є одним з найважливіших ланцюжків з ланки здійснення капітального будівництва, що пов'язує науку з виробництвом. Від якості технологічного обґрунтування та рівня проектних рішень залежить ефективність інвестицій, кошторисна вартість будівництва об'єкта інвестування та строки його здійснення.

У процесі інвестиційного проектування вирішуються основні питання будівництва майбутнього об'єкта для того, щоб він відповідав найкращим експлуатаційним вимогам, а його реалізація була економічною – тобто здійснювалась у мінімальні строки з найменшими витратами праці, матеріальних та грошових коштів.

Весь процес проектування можна розподілити на три етапи:

- 1) передпроектні роботи, до яких входять збір і підготовка вихідних даних та проведення наукових досліджень, необхідних для розробки проектів;

2) вишукування, переважно, пов'язані з передплановими роботами, вибором та відведенням території під будівництво;

3) проектування об'єктів.

До **передпроектних робіт**, які можуть виконуватись до початку процесу проектування для визначення принципів об'ємно-просторових та містобудівних рішень належать:

✓ розробка попередніх концептуальних архітектурних пропозицій (фор-ескізи);

✓ розробка пропозицій щодо розміщення об'єктів будівництва на земельних ділянках (обґрунтування місця розміщення, необхідної території та умов будівництва);

✓ опрацювання інженерної характеристики об'єкта та складання опитувальних листів;

✓ складання завдання на інженерні вишукування;

✓ складання завдання на проектування;

✓ обміри та обстеження будівель, які підлягають реконструкції, переоснащенню, розширенню, переплануванню або надбудові;

✓ інші види робіт, необхідні для початку процесу проектування.

Проектні роботи – це роботи, пов'язані зі створенням *проектної документації* для будівництва – текстових та графічних матеріалів, затверджених в установленому порядку, якими визначаються містобудівні, об'ємно-планувальні, архітектурні, конструктивні, технічні та технологічні рішення, а також кошториси об'єкта будівництва.

Склад, порядок розроблення, погодження та затвердження проектною документації на нове будівництво та реконструкцію будинків і споруд цивільного призначення та на нове будівництво, реконструкцію і технічне переоснащення об'єктів виробничого призначення здійснюються згідно з Державними будівельними нормами України (ДБН України) [8], вимоги яких є обов'язковими для застосування юридичними та фізичними особами – суб'єктами господарської діяльності у галузі будівництва незалежно від форм власності. Додаткові вимоги галузевої специфіки об'єктів будівництва встановлюються відомчими нормативними документами за погодженням з Держбудом України.

Право на розроблення проектною документації або її окремих розділів надається юридичним та фізичним особам – суб'єктам господарської діяльності незалежно від форм власності, які мають ліцензію на цей вид діяльності, згідно з законодавством.

Проектні та вишукувальні роботи виконуються на підставі договорів (контрактів), укладених між замовниками та проектувальниками. Договір можна укласти на виконання передпроектних робіт, комплекс проектних робіт, вишукувальних робіт, окремих стадій та розділів проекту. Не допускається розроблення проектною документації без інженерних вишукувань на

нових земельних ділянках, а при реконструкції об'єктів – без уточнення раніше виконаних інженерних вишукувань.

Керуючись вимогами та параметрами завдання на проектування, проєктна 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, гідрогеологічні, метеорологічні дослідження.

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

Після проведення економічних та інженерних досліджень, вибору та затвердження будівельного майданчика генеральний проєктувальник починає розробку проєкту.

Проєктування об'єктів здійснюється на підставі вихідних даних, до складу яких входять:

- 1) архітектурно-планувальне завдання (АПЗ);
- 2) технічні умови щодо інженерного забезпечення об'єкта (ТУ);
- 3) завдання на проектування;
- 4) інші вихідні дані.

Замовлення на проектування об'єкта проєктувальник одержує безпосередньо через замовника або за підсумками архітектурного конкурсу чи торгів (тендерів), порядок проведення яких встановлений законодавством.

Основними складовими проєктної документації є:

- ✓ ескізний проєкт;
- ✓ техніко-економічне обґрунтування (ТЕО) або техніко-економічний розрахунок (ТЕР);
- ✓ проєкт;
- ✓ робочий проєкт;
- ✓ робоча документація [8].

Ескізний проєкт розробляється для принципового визначення вимог до містобудівних, архітектурних, художніх, екологічних та функціональних рішень об'єкта, підтвердження можливості створення об'єкта цивільного призначення. У його складі для обґрунтування прийнятих рішень за завданням замовника можуть додатково виконуватися інженерно-технічні розробки, схеми інженерного забезпечення об'єкта, розрахунки кошторисної вартості та обґрунтування ефективності інвестицій, у разі проектування об'єкта

у кварталі існуючої забудови – містобудівне обґрунтування розміщення об'єкта.

Техніко-економічне обґрунтування (ТЕО) розробляється для об'єктів виробничого призначення, які потребують детального обґрунтування відповідних рішень та визначення варіантів і доцільності будівництва об'єкта.

Техніко-економічні розрахунки (ТЕР) застосовується для технічно нескладних об'єктів виробничого призначення та виконується у скороченому обсязі, порівнянно з ТЕО відповідно до характеру об'єкта та вимог завдання.

ТЕО або ТЕР розробляються на підставі завдання на проектування та вихідних даних, які обґрунтовують потужність виробництва, номенклатуру та якість продукції, якщо вони не задані директивно, кооперацію виробництва, забезпечення сировиною, матеріалами, напівфабрикатами, паливом, електро- та теплоенергією, водою і трудовими ресурсами, у т. ч. вибір конкретної ділянки для будівництва, розрахунок вартість будівництва та інші техніко-економічні показники.

ТЕО після погодження, схвалення при тристадійному проектуванні або затвердження ТЕР при двостадійному проектуванні за встановленим порядком є підставою для розробки наступної стадії проектування.

Для об'єктивної характеристики проектних рішень, які приймаються на відповідних стадіях проектування, розраховується система *техніко-економічних показників*. Головні з них – *вартісні*, які дозволяють комплексно оцінювати економічну ефективність технологічної та будівельної частин проекту загалом. Друга група показників – *натуральні*, більшість з яких – додаткові.

Усі техніко-економічні показники проектів можна розподілити на загальні, що характеризують ефективність проекту загалом, і такі, що стосуються окремих частин проекту. Загальні показники поділяються на будівельні та експлуатаційні.

До *будівельних показників* належать: кошторисна вартість будівництва; обсяги будівельно-монтажних робіт; витрати конструкцій і матеріалів на одиницю кошторисної вартості робіт; трудомісткість монтажних та будівельних робіт; коефіцієнти використання територій; робоча і корисна площі тощо.

Основні *експлуатаційні показники* характеризують: номенклатуру та обсяг продукції; виробничі потужності за видами продукції; собівартість, прибуток та рентабельність одиниці продукції; чисельність працюючих і продуктивність праці; експлуатаційні витрати на одиницю продукції тощо.

Усі техніко-економічні показники заносяться до техніко-економічного обґрунтування проекту.

Проект розробляється для визначення містобудівних, архітектурних, художніх, екологічних, технічних, технологічних, інженерних рішень

об'єкта, кошторисної вартості будівництва і техніко-економічних показників. Проект розробляється на підставі завдання на проектування, вихідних даних та схваленої при тристадійному проектуванні попередньої стадії. Проект після погодження та затвердження є підставою для розробки наступної стадії проектування.

Робочий проект розробляється для визначення конкретних містобудівних, архітектурних, художніх, екологічних, технічних, технологічних, інженерних рішень об'єкта, кошторисної вартості будівництва, техніко-економічних показників і виконання будівельно-монтажних робіт (робочі креслення). Він застосовується для технічно нескладних об'єктів, а також об'єктів з використанням проектів масового застосування.

Робочий проект є інтегруючою стадією проектування та складається з двох частин – затверджувальної та робочих креслень. Затверджувальна частина підлягає погодженню, експертизі та затвердженню, а робочі креслення розробляються для будівництва об'єкта. Затверджувальна частина складається з пояснювальної записки, виконаної у скороченому щодо проекту обсязі, визначеному залежно від виду будівництва і функціонального призначення об'єкта, кошторисної документації, розділу організації будівництва та креслень.

Робоча документація розробляється для виконання будівельно-монтажних робіт. До складу робочої документації для будівництва повинні входити **робочі креслення**, які розробляються згідно з вимогами нормативних документів.

Для технічно нескладних об'єктів, а також об'єктів з використанням проектів масового та повторного застосування I та II категорій складності проектування здійснюється:

- ✓ *в одну стадію* – робочий проект;
- ✓ *у дві стадії*: для об'єктів цивільного призначення – ескізний проект; для об'єктів виробничого призначення – техніко-економічний розрахунок та для обох – робоча документація.

Для об'єктів III категорії складності проектування здійснюється *в дві стадії*: проект та робоча документація.

Для об'єктів IV та V категорії складності, технічно складних щодо містобудівних, архітектурних, художніх та екологічних вимог, інженерного забезпечення, впровадження нових будівельних технологій, конструкцій та матеріалів, проектування виконується *в три стадії*: для об'єктів цивільного призначення – ескізний проект, а для об'єктів виробничого призначення – техніко-економічне обґрунтування (ТЕО); проект; робоча документація.

Будівництво розпочинається після затвердження проектної документації.

Вартість проектних робіт і послуг визначається згідно з «Правилами визначення вартості проектно-вишукувальних робіт для будівництва, що здійснюється на території України» [7]. Ці норми встановлюють основні

правила визначення вартості проектно-вишукувальних робіт для будівництва всіх галузей народного господарства України.

Ескізний проект, техніко-економічне обґрунтування, техніко-економічні розрахунки, проект та робочий проект погоджуються з місцевими органами містобудування та архітектури відповідно до місцевих правил забудови щодо архітектурно-планувальних рішень, розміщення, раціонального використання наміченої для відведення території, відповідності передбачених рішень вимогам архітектурно-планувального завдання, містобудівній документації.

За наявності особливих умов розташування об'єкта (історичні зони міст, зсувонебезпечні території та ін.) необхідно за вказівкою органів містобудування та архітектури погодити проектну документацію з відповідними організаціями.

При виникненні спірних питань остаточне рішення приймає Держбуд України.

Готовий проект будівництва має три складові, див. рис. 7.8.



Рис. 7.8. Структура проекту будівництва

Економічна частина містить передпроектні дослідження та техніко-економічні обґрунтування, розрахунки економічних показників ефективності і доцільності проекту, а також розрахунки, які дають можливість обрати місце будівництва, визначити потужність та склад підприємства, рівень продуктивності праці та інше. У цій частині обґрунтовується забезпеченість підприємства кадрами, сировиною, паливом, енергією, водою, а також визначаються напрями збуту та собівартість продукції. У проекті на основі

кошторисів та кошторисно-фінансових розрахунків визначається кошторисна вартість будівництва.

Технологічна частина складається зі схеми виробництва, технологічних етапів і переділів виготовлюваної продукції, її обсягів виробництва і якісних показників, видів обладнання, рівня механізації та автоматизації праці.

Будівельна частина містить об'ємно-планувальні (основні розміри будівель та споруд, а також розміри їх окремих частин) та конструктивні рішення (вибір матеріалу, типу та міри застосування збірних конструкцій), а також проект організації будівництва та інші необхідні матеріали. В цій частині визначається потреба в будівельних матеріалах, конструкціях та деталях, машинах та обладнанні, транспортних засобах та будівельних робітників, на кожен об'єкт встановлюються обсяги будівельно-монтажних робіт, послідовність та строки їх виконання та методи виробництва основних робіт.

Розроблені проекти та їх кошторисна документація на будівництво об'єктів обов'язково підлягають *комплексній державній експертизі* до їх затвердження. Мета і завдання експертизи – забезпечити високий техніко-економічний рівень будівництва об'єктів при обґрунтованих витратах матеріально-технічних, трудових і фінансових ресурсів.

Порядок проведення комплексної державної експертизи інвестиційних програм та проектів будівництва здійснюється відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України «Про порядок затвердження інвестиційних програм і проектів будівництва та проведення їх комплексної державної експертизи» [4].

Інвестиційні програми та проекти будівництва незалежно від джерел фінансування підлягають обов'язковій комплексній державній експертизі у повному обсязі, крім об'єктів, затвердження проектів будівництва яких не потребує висновку комплексної державної експертизи. Перелік таких об'єктів встановлюється Державним комітетом з будівництва та архітектури відповідно до законодавства.

Робоча документація підлягає комплексній державній експертизі в частині, що не відповідає раніше затвердженим проектним рішенням.

Комплексна державна експертиза інвестиційних програм і проектів будівництва включає:

- ✓ державну інвестиційну експертизу інвестиційних програм та проектів будівництва;
- ✓ державну санітарно-гігієнічну експертизу інвестиційних програм та проектів будівництва;
- ✓ державну екологічну експертизу інвестиційних програм та проектів будівництва об'єктів, що становлять підвищену екологічну небезпеку, перелік яких встановлюється Кабінетом Міністрів України;

- ✓ державну експертизу проектно-кошторисної документації у частині пожежної безпеки;
- ✓ державну експертизу проектів будівництва об'єктів виробничого призначення у частині охорони праці;
- ✓ державну експертизу інвестиційних програм, що стосується енергозбереження, та енерготехнологічної частини проектно-кошторисної документації.

Проекти будівництва, що фінансуються із залученням коштів Державного бюджету України, республіканського бюджету Автономної Республіки Крим, місцевих бюджетів, а також коштів підприємств, установ та організацій державної власності, крім випадків, передбачених законодавством України, затверджуються:

- Кабінетом Міністрів України за поданням центральних органів виконавчої влади, Ради міністрів Автономної Республіки Крим, обласних, Київської та Севастопольської міських держадміністрацій, а також інших органів державної влади.

- Центральними органами виконавчої влади, Радою міністрів Автономної Республіки Крим, обласними, Київською та Севастопольською міськими держадміністраціями та іншими органами державної влади.

- Підприємствами, установами та організаціями державної форми власності.

Проведення комплексної державної експертизи забезпечується відповідальними виконавцями – службами Укрінвестекспертизи, які, згідно із законодавством:

- 1) укладають договори на проведення комплексної державної експертизи з інвесторами (замовниками);
- 2) залучають на договірних засадах виконавців складових частин комплексної державної експертизи;
- 3) визначають обсяги та разом із виконавцем окремої складової частини комплексної експертизи – вартість робіт;
- 4) видають комплексні експертні висновки.

Висновок комплексної державної експертизи складається на підставі висновків виконавців її складових частин, затверджується керівником служби Укрінвестекспертизи і дійсний протягом терміну дії вихідних даних на проєктування.

7.4. ЦІНОУТВОРЕННЯ В ІНВЕСТИЦІЙНІЙ СФЕРІ

Визначення рівня цін на об'єкти інвестування – це частина як основної інвестиційної стратегії, так і довгострокової стратегії маркетингу підприємства.

Ціна – це важливий економічний важіль, який використовується для грошового вираження вартості предмету, об'єкта, товару, тобто кількість грошових одиниць, що характеризує вартість.

У Господарському кодексі України визначено, що ціна є формою грошового визначення вартості продукції (робіт, послуг), яку реалізують суб'єкти господарювання, вона є істотною умовою будь-якого господарського договору [1].

Суб'єкти господарювання можуть використовувати у господарській діяльності вільні ціни, державні фіксовані ціни та регульовані ціни – граничні рівні цін або граничні відхилення від державних фіксованих цін. При здійсненні експортних та імпорتنих операцій у розрахунках з іноземними контрагентами застосовуються контрактні (зовнішньоторговельні) ціни, що формуються відповідно до цін і умов світового ринку та індикативних цін.

Вільні ціни визначаються на всі види продукції (робіт, послуг), за винятком тих, на які встановлені державні ціни, суб'єктами господарювання самостійно за згодою сторін, а у внутрішньогосподарських відносинах – також за рішенням суб'єкта господарювання.

Державні фіксовані та регульовані ціни встановлюються на ресурси, що мають визначальний вплив на загальний рівень і динаміку цін, а також на продукцію та послуги, що мають суттєве соціальне значення для населення. Перелік значених ресурсів, продукції, послуг затверджує Кабінет Міністрів України.

Державні ціни встановлюються також на:

- продукцію (послуги) суб'єктів господарювання – природніх монополістів;
- імпорتنі товари, придбані за рахунок коштів Державного бюджету України;
- продукцію та послуги, виробництво яких здійснюється комунальними підприємствами.

Державне регулювання цін здійснюється шляхом встановлення фіксованих державних та комунальних цін, граничних рівнів цін, граничних рівнів торговельних надбавок і постачальницьких винагород, граничних нормативів рентабельності або шляхом запровадження обов'язкового декларування зміни цін.

Державний контроль за цінами здійснюється при встановленні та застосуванні державних фіксованих та регульованих цін і тарифів. При цьому, контролюється правомірність їх застосування та дотримання вимог законодавства про захист економічної конкуренції.

Політика ціноутворення, порядок встановлення та застосування цін, повноваження органів державної влади та органів місцевого самоврядування щодо встановлення та регулювання цін, а також контролю за цінами і ціноутворенням визначаються Законом «Про ціни і ціноутворення» [3] та іншими законодавчими актами.

Ціни в інвестиційній діяльності можуть визначатися залежно від того, чи є вони:

- *ринковими (явними) або тіншовими (неявними);*
- *абсолютними або відносними;*
- *поточними чи постійними.*

Ринкові або явні ціни – це ціни, які представлені на ринку, незалежно від того, визначаються вони попитом та пропозицією та урядом. Іншими словами, це ціни – за якими фірма буде купувати собі необхідні ресурси та продавати продукцію. *Тіншові або неявні ціни* – це викривлені під дією певних чинників (попиту, пропозиції) ринкові ціни.

Абсолютні ціни виражають вартість одного продукту в абсолютній кількості грошей, а *відносні ціни* – виражають її через вартість іншого продукту. Наприклад, абсолютна ціна однієї тонни зерна може становити 100 грошових одиниць, а еквівалентної кількості нафти – 500 грошових одиниць. В цьому випадку відносна ціна вугілля в перерахунку на нафту становитиме 0,2. Це означає, що відносна ціна нафти у два рази вище ціни вугілля.

Поточні ціни змінюються з часом в результаті інфляції. Якщо інфляція сильно впливає на вартість ресурсів, то вона впливатиме і на ціну продукції. Навіть незначна інфляція має враховуватися в інвестиційних розрахунках, бо вона впливатиме на вартість проекту уже на перших фазах його реалізації (будівництві та введенні в експлуатацію), а це, своєю чергою, призведе до необхідності залучення додаткових коштів. Якщо ж ціни на перелік необхідних ресурсів залишаються відносно стабільними протягом певного періоду часу, то в розрахунках використовують *постійні ціни*.

У ринковій економіці залежно від сфери обігу та видів реалізованої продукції чи послуг розрізняють такі групи цін, див. рис. 7.9.

Ціни становлять не тільки індивідуальну та особисту, але й суспільну та соціальну категорії. Вони регулюють як окремі купівлі та продажі товарів споживачам, так і економічні процеси загалом, у т. ч. суспільне виробництво, розподіл товарів, обмін або споживання благ, надання послуг. Тут разом узяті ціни діють як загальний, єдиний ринковий *ціновий механізм*. У ціновому механізмі варто вирізнити дві взаємодіючі частини. З одного боку, це ціни, їх види, структура, динаміка зміни, а з іншого – *ціноутворення* як спосіб, правила встановлення, формування нових цін і зміни діючих. Ціноутворення є активною частиною цінового механізму, що визначає розмір ціни. Таким чином, ціни та ціноутворення становлять єдиний ціновий механізм.

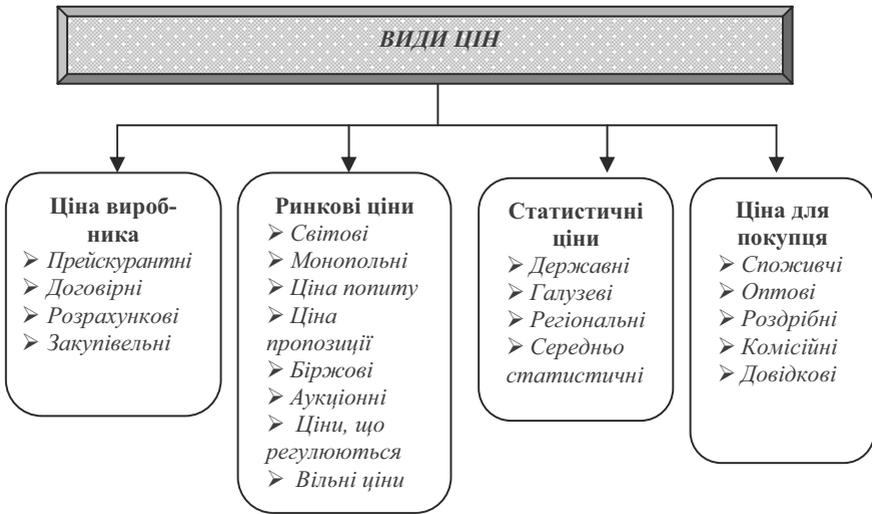


Рис. 7.9. Класифікація цін

Розрізняють чотири основних типи ринкової сфери з позицій ціноутворення, у яких ціна:

- контролюється окремим підприємством (монополістом);
- контролюється групою підприємств;
- контролюється та регулюється ринком;
- контролюється та регулюється державою.

Система ціноутворення в інвестиційній сфері формується відповідно до загальної та єдиної цінової політики України та характеризується такими ознаками:

* застосуванням, переважно, вільних (ринкових) тарифів майже на всю продукцію виробничо-технічного призначення та послуги, які використовуються в капітальному будівництві;

* можливістю використання вільних (договірних) цін на будівельну продукцію;

* надання рівних прав учасникам інвестиційного процесу при формуванні договірних цін на будівельну продукцію;

* використання підрядних торгів як пріоритетного методу формування договірних цін;

* наявністю рекомендаційного характеру загальних положень ціноутворення.

Механізм ціноутворення, зокрема, в будівництві ґрунтується на *державних будівельних нормах (ДБН)* – Правилах визначення вартості будівництва ДБН Д.1.1-1-2000, які були прийняті у 2000 році [6]. Ці правила є базо-

вими для визначення вартості нового будівництва, розширення, реконструкції та технічного переоснащення підприємств, будівель і споруд, ремонту житла, об'єктів соціальної сфери і комунального призначення та благоустрою, а також реставрації пам'яток архітектури та містобудування, і мають обов'язковий характер при визначенні вартості будов (об'єктів), будівництво яких здійснюється із залученням бюджетних коштів або коштів підприємств, установ і організацій державної власності.

За будовами (об'єктах), будівництво яких здійснюється за рахунок інших джерел фінансування, ці норми мають рекомендаційний характер, а їх застосування обумовлюється контрактом.

Будівельні норми можуть застосовуватися і для визначення вартості ремонтно-будівельних робіт, які здійснюються на будовах (об'єктах) промислового та іншого призначення, з урахуванням відповідних галузевих та технологічних особливостей. Рішення з цього питання приймаються відповідними міністерствами та іншими центральними органами виконавчої влади за погодженням з Держбудом.

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 із правилами та положеннями, що містять необхідні вимоги, вони необхідні для визначення вартості будівництва. Кошторисні нормативи поділяються на такі види:

- ❖ загальнодержавні будівельні кошторисні нормативи;
- ❖ відомчі кошторисні нормативи;
- ❖ кошторисні нормативи для окремих будов;
- ❖ індивідуальні кошторисні норми.

Загальнодержавні будівельні кошторисні нормативи обов'язкові для застосування всіма організаціями, установами та підприємствами, незалежно від їх відомчої належності та форм власності, при визначенні вартості будов (об'єктів), будівництво яких здійснюється із залученням бюджетних коштів або коштів підприємств, установ і організацій державної власності.

До відомчих кошторисних нормативів належать кошторисні нормативи, які розробляються в обґрунтованих випадках, коли за прийнятою для спеціалізованого будівництва технологією й організацією робіт витрати трудових і матеріально-технічних ресурсів відрізняються від рівня, прийнятого у загальнодержавних нормах. Ці нормативи застосовуються у тій галузі, для якої вони розроблені.

Відомчі кошторисні нормативи обов'язкові для організацій, установ і підприємств міністерства або іншого центрального органу виконавчої влади, що затвердили ці нормативи. Для організацій, установ і підприємств, що входять до сфери управління інших міністерств та органів виконавчої вла-

ди, ці нормативи можуть бути обов'язковими за умови прийняття ними відповідного рішення.

Відомчі кошторисні нормативи не повинні суперечити загальнодержавним або дублювати їх.

Для окремих будов в обґрунтованих випадках, коли за прийнятою для цих будов технологією й організацією робіт витрати трудових і матеріально-технічних ресурсів відрізняються від рівня, прийнятого у загальнодержавних нормах, можуть розроблятися ресурсні елементні кошторисні норми на будову. Рішення про розроблення таких норм приймається забудовником за погодженням з Держбудом України.

Індивідуальні ресурсні елементні кошторисні норми розробляються у складі інвесторської кошторисної документації на окремі конструкції та роботи, передбачені в проекті (робочому проекті), за відсутності відповідних норм у чинних збірниках ресурсних елементних кошторисних норм. Ці норми затверджуються у складі проекту (робочого проекту) і застосовуються тільки для будови (об'єкта) за певним проектом.

Усі кошторисні нормативи за мірою укрупнення поділяються на елементні та укрупнені.

До *елементних кошторисних нормативів* належать:

- ❖ ресурсні елементні кошторисні норми на будівельні роботи (РЕКН) (ДБН Д.2.2–99);
- ❖ ресурсні елементні кошторисні норми на монтаж устаткування (РЕКНМУ) (ДБН Д.2.3–99);
- ❖ ресурсні елементні кошторисні норми на ремонтно-будівельні роботи (РЕКНр) (ДБН Д.2.4–2000);
- ❖ ресурсні елементні кошторисні норми на реставраційно-відновлювальні роботи (РЕКНрв) (ДБН Д.2.5–2001);
- ❖ ресурсні елементні кошторисні норми на пусконаладжувальні роботи (РЕКНпн) (ДБН Д.2.6–2000);
- ❖ ресурсні кошторисні норми експлуатації будівельних машин і механізмів (РКНЕМ) (ДБН Д.2.7–2000).

До *укрупнених кошторисних нормативів* належать укрупнені ресурсні кошторисні норми (УРКН):

- ✓ на будівлі та споруди загалом;
- ✓ на частини будівель і споруд, конструкції та види робіт.

Кошторисні нормативи повинні відповідати тільки вимогам, що мають прямий стосунок до визначення вартості будівництва. Вони повинні:

- відповідати основним завданням кошторисного нормування та ціноутворення в будівництві, забезпечуючи достовірне визначення вартості будівництва;
- бути технічно й економічно обґрунтованими, забезпечуючи оптимальні витрати необхідних ресурсів, раціональне використання довілля;

- враховувати досягнення будівельної техніки та передовий досвід, стимулюючи науково-технічний прогрес у будівництві;
- мати максимальну простоту та зручність у застосуванні, давати можливість широкого використання електронно-обчислювальної техніки та інших засобів автоматизації.

Вихідними даними для розроблення кошторисних нормативів є: найбільш раціональні технічні рішення в проектах; технологія будівельного виробництва і будівельні машини та механізми, що відповідають останнім досягненням науково-технічного прогресу; чинні стандарти на матеріали, вироби та конструкції, а також устаткування.

Дія кошторисних нормативів зберігається протягом періоду між переходами на нові кошторисні норми. Перехід на нові кошторисні норми обумовлюється змінами у сфері організації будівництва, економічної політики держави і супроводжується переробкою всієї системи кошторисних нормативів.

Кошторисною нормою називають сукупність ресурсів (трудовитрат, часу роботи будівельних машин і механізмів, витрат матеріалів, виробів і конструкцій), встановлена на прийнятій вимірювач будівельних або монтажних робіт, а також конструкцій, виражена, зазвичай, у натуральних (фізичних) значеннях або у відносній формі (у вигляді коефіцієнтів).

Склад і кількість ресурсів у кошторисних нормах повинні відповідати останнім досягненням в галузі технології й організації будівельного виробництва, сучасному рівню технічного оснащення будівельних і монтажних організацій, відбивати накопичений у будівництві досвід, а також прогресивні проектні рішення, матеріали, вироби і конструкції.

Головна функція кошторисних норм – визначення нормативної кількості ресурсів, необхідних для виконання відповідного виду робіт, як основи для подальшого переходу до вартісних показників.

У кошторисних нормах врахований повний комплекс операцій, необхідних для виконання визначеного виду робіт в усереднених умовах.

Кошторисні норми призначені для:

- визначення складу та кількості ресурсів при здійсненні будівництва;
- визначення прямих витрат у вартості будівництва;
- розрахунків за обсягами виконаних робіт;
- розроблення укрупнених ресурсних показників по конструктивних елементах і видах робіт на функціональну одиницю виміру.

Розроблення, узгодження та затвердження кошторисних нормативів здійснюються:

- ⇒ по загальнодержавних – Держбудом України;
- ⇒ по відомчих та окремих будовах – відповідними міністерствами та іншими центральними органами виконавчої влади з експертизою та погодженням Держбуду України [6].

Інвесторська кошторисна документація – це сукупність кошторисів (кошторисних розрахунків), відомостей кошторисної вартості пускових комплексів, черг будівництва, зведень витрат, пояснювальних записок до них та відомостей ресурсів, складених на стадії розроблення проектно-документації.

Інвесторська кошторисна документація, до складу якої входять локальні кошториси та відомості ресурсів до них, локальні кошторисні розрахунки, об'єктні кошториси, об'єктні кошторисні розрахунки, кошторисні розрахунки на окремі види витрат, зведені кошторисні розрахунки вартості будівництва, зведення витрат тощо, складається для визначення кошторисної вартості будівництва проєктованих підприємств, будівель, споруд або їхніх черг.

Загалом вартість будівництва визначається:

- на стадії проєктування – 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.

Кошторисна вартість містить у собі прямі та загальновиробничі витрати.

Прямі витрати враховують у своєму складі заробітну плату робітників, вартість експлуатації будівельних машин і механізмів та матеріалів, виробів, конструкцій. Вони визначаються в локальних кошторисах шляхом множення визначеної за ресурсними елементними кошторисними нормами кількості трудових і матеріально-технічних ресурсів, необхідних для виконання обсягів робіт, обчислених за робочими кресленнями, на відповідні поточні ціни цих ресурсів.

Загальновиробничі витрати – це витрати будівельно-монтажної організації, які входять до виробничої собівартості будівельно-монтажних робіт.

Вартість будівництва умовно розподіляється на безпосередні та супутні витрати, а також прибуток, кошти на покриття адміністративних витрат будівельно-монтажних організацій, кошти на покриття ризику всіх учасників будівництва, кошти на покриття додаткових витрат, пов'язаних з інфляційними процесами, податки, збори, обов'язкові платежі.

До *безпосередніх витрат* належать кошти, які витрачаються на розробку проектно-кошторисної документації та на спорудження об'єкта будівництва (як прямі, так і загальновиробничі витрати).

До *супутніх витрат* належать кошти, необхідні для будівництва загалом, які витрачаються як замовником, так і підрядником:

- підготовка території будівництва;
- зведення та розбирання титульних тимчасових будівель і споруд;

- додаткові витрати при виконанні будівельно-монтажних робіт у зимовий та літній періоди;
- інші роботи та витрати;
- утримання служби замовника та авторський нагляд;
- підготовка експлуатаційних кадрів.

Своєю чергою, безпосередні та супутні витрати поділяються за такими видами робіт і витрат: будівельні роботи; роботи з монтажу устаткування (монтажні роботи); витрати на придбання устаткування, меблів та інвентарю; інші витрати.

Основою складу вартості будівництва є **договірна ціна** – це вартість підрядних робіт, за яку підрядна організація, визначена виконавцем робіт, згодна виконати об'єкт замовлення.

Договірна ціна на будівництво об'єкта формується претендентом на виконання робіт (генпідрядником) із залученням субпідрядних організацій і погоджується із замовником. У результаті спільного рішення оформляється протокол погодження договірної ціни на будівельну продукцію, який є невід'ємною частиною контракту.

Договірні ціни можуть встановлюватись твердими, динамічними та періодичними.

Тверді договірні ціни, зазвичай, встановлюються для будівництва тривалістю до 1,5 років.

Тверді договірні ціни встановлюються незмінними на весь обсяг будівництва і не уточнюються, за винятком випадків, якщо:

а) замовник змінює в процесі будівництва проектні рішення, що викликає зміну обсягів робіт та вартісних показників;

б) в процесі будівництва в проектній документації та інвесторських кошторисах виявлені безперечні помилки, які не були виявлені на стадії тендерної пропозиції та складання договірної ціни, а підрядник не є виконавцем проектно-кошторисної документації;

в) виникають обставини непереборної сили — надзвичайні обставини та події, які не можуть бути передбачені сторонами під час укладання договору (контракту).

Динамічні договірні ціни встановлюються відкритими та можуть уточнюватися протягом всього строку будівництва.

Періодичні договірні ціни встановлюються відкритими і мають елементи як динамічної, так і твердої договірних цін. Особливість такої ціни полягає в тому, що на обсяги робіт, які плануються на визначений період, зазвичай, це річний план, встановлюється тверда договірна ціна (фіксована частина ціни). Формування та застосування фіксованої частини періодичної договірної ціни провадиться за правилами як для твердої договірної ціни.

По закінченні періоду, в якому діяла тверда ціна в складі періодичної договірної ціни, вартість залишків робіт може уточнюватися з подальшим встановленням твердої ціни на весь залишок або його частину.

Після погодження договірної ціни складається контракт на виконання робіт. У контракті зазначається документ, покладений в основу визначення вартісних показників; позначається вид договірної ціни: тверда, динамічна або періодична; порядок та терміни уточнення договірної ціни; умови фінансування та розрахунків за обсяги виконаних робіт; гарантії замовника та підрядника тощо.

Таким чином, основним завданням кошторисного нормування та ціноутворення в будівництві є:

- ⇒ забезпечення через систему ціноутворення в будівництві визначення вартості будівництва на всіх стадіях інвестування;
- ⇒ підвищення ефективності капітальних вкладень, забезпечення економії фінансових та інших ресурсів, впровадження досягнень науки, техніки, передового вітчизняного і закордонного досвіду в будівельному виробництві, застосування нових матеріалів, виробів і конструкцій, організаційних заходів тощо.

7.5. ОРГАНІЗАЦІЯ ВЗАЄМОДІЇ УЧАСНИКІВ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

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

Господарський спосіб – це організаційна форма, за якої інвестиційний проект реалізується безпосередньо інвестором без залучення підрядника. При такій формі всі функції замовника, інвестора та підрядника виконує одна юридична особа – *забудовник*. Він одночасно є розпорядником коштів, оперативним керівником і виконавцем робіт. Для реалізації інвестиційного проекту створюється відповідна структура у складі забудовника, яка займається реалізацією проекту. При цьому оплата робіт здійснюється з розрахункового рахунку забудовника. В окремих випадках при виконанні господарським способом великих обсягів робіт будівельна організація може бути перетворена у мале підприємство з відкриттям окремого розрахункового рахунку. Господарський спосіб здійснення інвестицій є ефективним при невеликих обсягах будівельно-монтажних робіт чи при здійсненні реконструкції та технічного переозброєння підприємства. Інколи інвестори вдаються до господарського способу за причини не виправдано високих монопольних цін на свою продукцію підрядних організацій.

Підрядний спосіб – це організаційна форма виконання робіт, виробництва продукції, надання послуг, який здійснюється самостійними постійно функціонуючими компаніями на основі підрядних договорів та контрактів між інвесторами та іншими учасниками інвестиційної діяльності. Підрядним способом можуть виконуватись будь-які будівельні роботи: будівельно-монтажні, пусконаладжувальні, проектно-дослідні, науково-дослідні, ремонтні тощо.

Основними формами підрядного способу виконання робіт є:

- ❖ *дільничний підряд* – може бути використаний підрозділами будівельних, монтажних організацій та фірм;
- ❖ *бригадний підряд* – використовується малими підприємствами, які обумовлюють в договорах взаємовигідні умови виконання робіт;
- ❖ *колективний підряд* – будівельна фірма виконує роботи для кількох замовників, укладає договір від імені трудового колективу, при цьому підрозділи фірми не закріплюються за конкретним замовником окремими договорами;
- ❖ *поточний підряд* – укладається договір на послідовне спорудження для замовника кількох однотипних об'єктів або лінійно-протяжних об'єктів (лінії електропередачі, автомагістралі);
- ❖ *наскрізний підряд* – передбачає укладання багатостороннього договору між кількома суб'єктами інвестиційного проекту на спільне спорудження об'єкта для замовника, починаючи з нульового циклу та закінчуючи здаванням об'єкта в експлуатацію.

Змішаний спосіб – є комбінацією підрядного і господарського способів. При цьому підрядним способом виконуються складні матеріаломісткі види будівельно-монтажних робіт, а господарським способом – трудомісткі роботи, наприклад, оздоблювальні.

Вибір способу реалізації проекту обґрунтовується інвестором у його бізнес-плані.

При підрядному способі проведення робіт усі суб'єкти інвестиційної діяльності – як юридичні, так і фізичні особи мають вступати у договірні відносини через механізм проведення підрядних торгів. Головне завдання цього механізму – зведення між собою покупців (замовників або інвесторів) і продавців (підрядників, які пропонують замовнику свої послуги).

Підрядні торги у будівництві найчастіше проводять у вигляді тендерів.

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

Рішення про проведення тендерів приймається замовником за наявності достатніх інвестицій для здійснення будівництва або документально підтверджених фінансових гарантій щодо своєчасного одержання необхідних для виконання замовлення коштів. Замовлення на будівництво може розміщуватися шляхом проведення тендерів на виконання проекту загалом, а за значного обсягу робіт – на спорудження комплексів, виконання черг, етапів будівництва, визначених проектною документацією. Не дозволяється поділ замовлення на частини з метою штучного зменшення вартості замовлення і уникнення проведення тендерів.

Тендерні торги можуть класифікуватися за такими ознаками:

- 1) за способом проведення попереднього відбору претендентів організатором торгів:
 - ❖ з попередньою кваліфікацією учасників;
 - ❖ без попередньої кваліфікації учасників;
- 2) за участю у торгах іноземних oferentів:
 - ❖ за участю іноземного oferenta;
 - ❖ без участі іноземного oferenta.
- 3) за участю oferentів у процедурі торгів та відкритість їх результатів:
 - ❖ відкриті;
 - ❖ закриті.

Предметом тендерних торгів можуть бути:

- ⇒ будівництво нових об'єктів та споруд, розширення реконструкції, технічне переозброєння діючих підприємств, капітальний ремонт об'єктів і споруд виробничого та невиробничого призначення, в тому числі «під ключ»;
- ⇒ виконання комплексів будівельних, монтажних, пусконаладжувальних, інженерних робіт та їх окремих видів;
- ⇒ розробка ТЕО;
- ⇒ проектування;
- ⇒ управління проектом;
- ⇒ поставка комплексного технологічного обладнання, у тому числі на умовах «під ключ»;
- ⇒ інші поставки та послуги, в тому числі з консультування.

Учасник тендерних торгів – це особа, яка має право брати участь у торгах, їх підготовці, проведенні та затвердженні результатів торгів. Основними учасниками торгів можуть бути:

1) *замовник* – це особа, для якої будується, реконструюється, або оснащується об'єкт торгів. Він бере рішення про проведення торгів, контролює роботу організаторів та приймає участь у роботі тендерного комітету та визначає умови, за яких буде укладатися угода;

2) *організатор торгів* – особа, якій замовник доручає проведення торгів. Організатор готує усі тендерні документи, формує тендерний комітет, затверджує результати торгів, а також несе витрати з підготовки та проведення торгів;

3) *тендерний комітет* – постійний або тимчасовий орган, який створюється замовником та організатором торгів для їх проведення. Він самостійно розробляє та затверджує регламенти роботи тендеру;

4) *претендент* – організація, фірма чи консорціум, на ім'я якої подана заявка. Претендент має право одержувати від тендерного комітету всю інформацію з проведення торгів. Особа стає претендентом з моменту звернення до тендерного комітету для участі у торгах;

5) *інженерно-консультаційна фірма* – залучається організатором торгів чи тендерним комітетом для проведення попередніх досліджень та

видачі висновків про доцільність виставлення на торги конкретного об'єкта. Інженерно-консультаційна фірма може залучатися також для розробки офери.

Тендерна документація – це комплект документів, що містить вихідну інформацію про технологічні, комерційні, організаційні та інші характеристики об'єкта та предмету торгів, а також умови з процедури торгів. Тендерна документація затверджується замовником та містить такі документи: інструкцію для претендентів, форму контракту, форму тендерної пропозиції (оферти), форми кваліфікаційної оцінки претендентів, проектну документацію, перелік робіт, інформацію щодо способу надання тендерного забезпечення. Передавання претендентам тендерної документації здійснюється за відповідну плату, яка містить витрати, безпосередньо пов'язані з її друкуванням та відправкою претендентам. Витрати замовника, пов'язані з розробленням тендерної документації, до зазначеної плати не вносяться.

Оферта – це пропозиція укласти договір щодо конкретного предмету торгів на умовах, які визначені у тендерній документації. Оферта повинна відповідати вимогам, визначеним у тендерній документації. Кожен претендент може подати тільки одну тендерну пропозицію. Остання надається мовою, визначеною замовником у оголошенні та інструкції для претендентів. Тендерна пропозиція, що надається претендентом, повинна містити: два примірники заповненої форми тендерної пропозиції (оферти), тендерне забезпечення, два примірники заповнених форм кваліфікаційної оцінки, перелік робіт з розрахунком їхньої вартості, альтернативні пропозиції (якщо такі передбачені). Альтернативна пропозиція – це пропозиція, яка надається разом з основною і містить умови, що відрізняються від основної пропозиції.

Для підтвердження серйозності намірів претендента – взяти участь у тендерах ним надається відповідне тендерне забезпечення. Розмір тендерного забезпечення встановлюється замовником у обсязі не більше 1 % очікуваної (розрахункової) ціни замовлення. Замовник має право прийняти рішення про проведення тендерів без надання претендентам тендерного забезпечення. Замовник має зазначити у тендерній документації спосіб надання тендерного забезпечення (у вигляді завіреного чека, векселя, гарантії банку, державних облігацій тощо). Замовник повертає претендентам їх тендерне забезпечення протягом 10 днів після прийняття одного з таких рішень:

- ✓ *невідповідність претендента кваліфікаційним вимогам;*
- ✓ *претендента не визнано переможцем тендерів;*
- ✓ *про дострокове припинення тендерів.*

Тендерні пропозиції підписуються особою або особами, уповноваженими підписувати ці документи, в порядку, встановленому інструкцією для претендентів, і подаються тендерному комітету за вказаною замовником адресою. Замовник повинен терміново зареєструвати подані тендерні про-

позиції із зазначенням дати і часу їх одержання та повідомити про це претендента способом, передбаченим у тендерній документації. Претендент зобов'язаний подати тендерну пропозицію у встановлений для цього строк. Претенденти мають право вносити зміни та відкликати свої тендерні пропозиції у письмовій формі до закінчення кінцевого терміну їх подання, без втрати свого тендерного забезпечення.

Переможцем тендерів визначається претендент, який за оцінкою та зіставленням тендерних пропозицій зайняв у списку перше місце. У разі відмови цього претендента від укладання контракту переможцем тендерів вважається претендент, що зайняв наступне місце. Якщо ціни усіх тендерних пропозицій перевищують ціну, орієнтовно визначену замовником, ці тендерні пропозиції можуть бути відхилені, а тендери визнані такими, що не визначили переможця.

Майново-господарські зобов'язання, які виникають між суб'єктами інвестиційної діяльності, зазвичай, оформлюється у вигляді договорів.

Договір – це угода між окремими особами або організаціями, в якій визначені права та обов'язки договірних сторін. Тобто він визначає відповідальність учасників угоди і юридично закріплює їх зобов'язання.

Відповідно до Цивільного кодексу України, **договором** є домовленість двох або більше сторін, спрямована на встановлення, зміну або припинення цивільних прав та обов'язків [2].

Договір є *одностороннім*, якщо одна сторона бере на себе обов'язок перед іншою стороною вчинити певні дії або утриматися від них, а друга сторона наділяється лише правом вимоги, без виникнення зустрічного обов'язку щодо першої сторони.

Договір є *двостороннім*, якщо правами та обов'язками наділені обидві сторони договору. До договорів, що укладаються більше як двома сторонами (багатосторонні договори), застосовуються загальні положення про договір, якщо це не суперечить багатосторонньому характеру цих договорів.

Зміст договору становлять умови (пункти), визначені на розсуд сторін і погоджені ними, та умови, які є обов'язковими відповідно до актів цивільного законодавства.

Сторони мають право укласти договір, в якому містяться елементи різних договорів (*змішаний договір*). До відносин сторін у змішаному договорі застосовуються у відповідних частинах положення актів цивільного законодавства про договори, елементи яких містяться у змішаному договорі, якщо інше не встановлено договором або не впливає із суті змішаного договору.

Будь-який договір можна умовно розділити на чотири частини: преамбулу (вступну частину); предмет договору; додаткові умови договору; інші умови договору, див. рис. 7.10.

Зміст кожного договору може бути різний, однак основною умовою при укладанні будь-якого договору є необхідність чітко знати, які цілі потрібно досягти при його реалізації, і уточнити найбільш важливі моменти, пов'язані з його оформленням, підписанням і виконанням. Спочатку розглядається головний напрям подальшої роботи, а потім її розбивають на окремі етапи з оцінкою ризиків.

Договори можуть бути як короткими, тобто з мінімумом умов (предмет договору, що містить найменування і кількість товару; його ціну; вимоги до якості, строк поставки, умови платежу), так і дуже змістовні з великою кількістю додаткових умов.

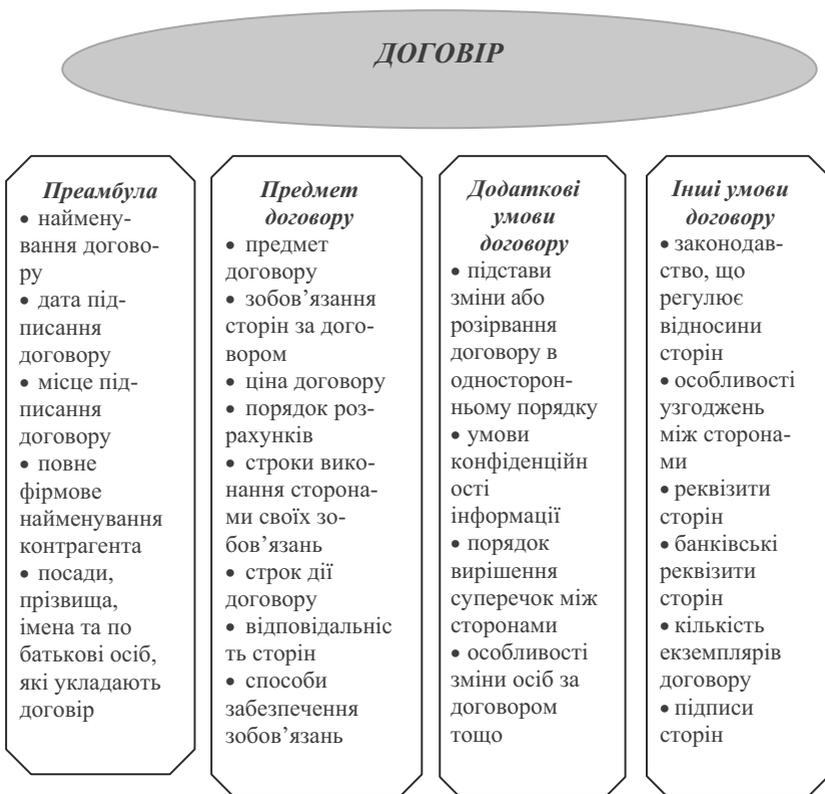


Рис. 7.10. Структура типового договору

Укладання коротких договорів може мати недолік у тому, що організація повинна мати чітке уявлення про те, чим будуть компенсуватися прогалини договору. На жаль, про це часто забувають, і це призводить до нане-

сення збитків. Інколи й аналіз змістовних (багатосторінкових) договорів не завжди дає позитивні результати.

Таким чином, договір є актом не універсальної форми, а виключно індивідуальної, спроможної надійно захистити бізнес, тож складати його потрібно для кожного випадку окремо.

Основними видами договорів, які укладаються в процесі реалізації інвестиційного проекту є:

➤ *договір купівлі-продажу* – це договір, за яким одна сторона (продавець) зобов’язується передати товари у власність іншої сторони (покупця) за певну грошову суму (ціну);

➤ *договір поставки* – це договір, за яким одна сторона (постачальник-продавець) зобов’язується передати в обумовлений період та строки товари, що ним виготовляються або купуються замовнику (покупцю) для використання у підприємницькій діяльності;

➤ *договір продажу підприємства* – це договір, за яким одна сторона на власник підприємства (продавець) зобов’язується передати в обумовлений період, за певною ціною, у власність покупцю підприємства загалом як майнового комплексу, у т. ч. права на фірмову назву, товарний знак, права на використання ліцензій патентів тощо, якщо інше не передбачено умовами договору;

➤ *договір оренди* – це договір, за яким одна сторона орендодавець зобов’язується надати орендару майно за певну плату та на певний термін;

➤ *договір фінансової оренди (лізингу)* – договір, що передбачає сплату протягом чітко встановленого строку лізингових платежів, розмір яких є достатнім для повного відшкодування витрат лізингодавця, пов’язаних з придбанням майна та реалізацією прав власника, а також для забезпечення йому певного прибутку;

➤ *договір підряду* – це угода, в якій одна сторона (підрядник) зобов’язується виконати за замовленням іншої сторони (замовник) певну роботу та здати її результат замовнику, своєю чергою, замовник зобов’язується прийняти ці результати, попередньо оплативши їх.

Найпоширенішою формою правового регулювання договірних відносин у інвестиційній сфері є *договір підряду*, який укладається на будівництво, розширення, реконструкцію та перефільювання об’єктів; будівництво об’єктів з покладанням повністю або частково на підрядника виконання робіт з проектування, поставки обладнання, пусконаладжувальних та інших робіт; виконання окремих комплексів будівельних, монтажних, спеціальних, проектно-конструкторських та інших робіт, пов’язаних із будівництвом об’єктів.

Порядок укладання та виконання договорів підряду визначений у Цивільному [2] та Господарському [1] кодексах України, а також Постанові

Кабінету Міністрів України «Про затвердження Загальних умов укладання та виконання договорів підряду в капітальному будівництві» [5].

Зокрема, зміст договору підряду повинен передбачати: найменування сторін; місце і дату укладання; предмет договору (найменування об'єкта, обсяги та види робіт, передбачених проектом); строки початку та завершення будівництва, виконання робіт; права та обов'язки сторін; вартість і порядок фінансування будівництва об'єкта (робіт); порядок матеріально-технічного, проектного та іншого забезпечення будівництва; режим контролю якості робіт і матеріалів замовником; порядок прийняття об'єкта (робіт); порядок розрахунків за виконані роботи, умови про дефекти і гарантійні строки; страхування ризиків, фінансові гарантії; відповідальність сторін (відшкодування збитків); урегулювання спорів, підстави та умови зміни і розірвання договору.

Договір підряду на капітальне будівництво може укладати замовник з одним підрядником або з двома та більше підрядниками.

Підрядник має право за згодою замовника залучати до виконання договору третіх осіб субпідрядників на умовах укладених з ними субпідрядних договорів, відповідаючи перед замовником за результати їх роботи. У цьому випадку підрядник виступає перед замовником як генеральний підрядник, а перед субпідрядниками – як замовник.

Замовник має право, не втручаючись у господарську діяльність підрядника, здійснювати контроль і технічний нагляд за відповідністю обсягу, вартості й якості виконаних робіт проектам і кошторисам. Він має право перевіряти хід і якість будівельних і монтажних робіт, а також якість матеріалів, що використовуються.

За невиконання або неналежне виконання зобов'язань за договором підряду на капітальне будівництво винна сторона сплачує штрафні санкції, а також відшкодовує другій стороні збитки (зроблені другою стороною втрати, втрату або пошкодження її майна, неодержані доходи) в сумі, не покритій штрафними санкціями, якщо інший порядок не встановлений законом.

Розрізняють кілька видів договорів підряду: генеральний, річний субпідрядний і прямий.

Генеральний договір укладається між інвестором (замовником) і генеральним підрядником, можливо з генеральним проектувальником (стосовно великих об'єктів). Він укладається на виконання будівельних та інженерних робіт, постачання й монтаж устаткування, благоустрій території (іноді й пусконаладжувальних робіт). Різновидом генерального договору є договір «під ключ», відповідно до якого підрядник бере на себе зобов'язання виконати весь комплекс робіт і поставок, несе відповідальність за спорудження об'єкта та здавання його в експлуатацію.

Річні договори – можуть укладатися у межах генеральних, якщо строки будівництва (проекування) перевищують два роки.

Субпідрядні договори укладаються між генеральним підрядником (генеральним проектувальником) з субпідрядними (фірмами на виконання окремих спеціалізованих видів робіт).

Прямий договір укладається між замовником і заводом-виготовлювачем технологічного обладнання. У прямому договорі може бути передбачений шефмонтаж обладнання, якщо воно того потребує. Такі договори, зазвичай, укладаються замовником (інвестором) у випадку, коли він є автором (власником) технології виробництва, передбаченого інвестиційним проектом. Окремо замовник укладає договір з банком, який здійснює фінансування будівництва та виконує розрахунки між суб'єктами інвестування.

7.6. ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОЕКТІВ МАТЕРІАЛЬНО-ТЕХНІЧНИМИ РЕСУРСАМИ

Важливою умовою для нормального функціонування запроєктованого виробництва є забезпечення обладнанням, матеріалами, сировиною та іншими ресурсами.

Матеріально-технічне забезпечення інвестиційного проекту – це процес, який містить: систему матеріально-технічного забезпечення проекту; визначення потреби в ресурсах, організацію збалансованості їх обсягів з виробництвом, розміщення замовлень на поставки та здійснення їх у строки, відповідно до вимог безперервності та ритмічності інвестиційного процесу.

Система матеріально-технічного забезпечення інвестиційного проекту містить:

- *постачання матеріальних ресурсів для реалізації проектів на стадії освоєння інвестицій;*

- *оптову торгівлю технологічним обладнанням, будівельними матеріалами, конструкціями та деталями.* З метою забезпечення споживачів матеріально-технічними ресурсами без квот (лімітів) вона здійснюється безпосередньо підприємствами-виробниками або організаціями матеріально-технічного забезпечення на основі прямих замовлень, споживачів – фірмами (будівельних фірм, підприємств, організацій та населення);

- *торгівлю будівельними матеріалами, конструкціями та деталями через систему будівельних бірж, торгових домів та посередницьких підприємств* тощо.

Таким чином, матеріально-технічне забезпечення інвестиційного проекту здійснюється через систему *заупок та поставок*. Ця система передбачає поставку матеріалів, конструкцій та деталей, технологічного обладнання, виконання будівельно-монтажних робіт та інших послуг (наприклад, консультаційних).

Розрізняють такі організаційні форми закупок:

- ❖ *прямі закупки*, при яких існують правові зв'язки між двома суб'єктами купівлі-продажу закупок через укладання договору поставок;
- ❖ *посередницькі закупки*, при яких особа, що здійснює проект, вступає у правові відносини з посередником, тобто особою, яка сприяє забезпеченню проекту необхідними ресурсами;
- ❖ *біржові закупки*, при яких особа, що здійснює проект, самостійно, або через брокерів на товарних чи універсальних біржах укладає контракти на поставку необхідних матеріально-технічних ресурсів.

Організація матеріального забезпечення може здійснюватися через *систему виробничо-технологічної комплектації*. Ця система передбачає єдність комплектного виготовлення конструкцій та виробів, поставки та транспортування усіх матеріальних ресурсів відповідно до технологічної послідовності реалізації проекту та сприяє найбільш раціональному та безрежнему використанню ресурсів.

На стадії розробки проекту (планування) створюється модель технологічної комплектації. У складі планів проекту розробляється *уніфікована нормативно-технологічна документація* (УНТД) – комплекс документів, який є нормативною базою виробничо-технологічної комплектації. Комплекти конструкцій, виробів та матеріалів постачаються централізовано, зазвичай, у повній технологічній готовності для виробничого споживання, у контейнерах та пакетах безпосередньо у робочу зону проекту.

Поряд із розвитком виробничо-будівельної комплектації через будівельні організації подальший розвиток отримала форма постачання будов через територіально-посередницькі підприємства (оптторги) за замовленням проектних команд замовника. Останнім часом у сфері матеріально-технічного забезпечення проектів ногами використовуватися нові методи та технології, які базуються на концепції логістики.

Логістика – це наука управління матеріальними потоками від початкового джерела до кінцевого споживача з мінімальними витратами, пов'язаними з товарним рухом та потоком інформації. Основою логістики є *логістичні ланки*, за якими проходять товарний та інформаційний потоки від постачальника до споживача, а саме: постачання матеріалів, сировини та напівфабрикатів; збереження продукції та сировини; виробництво товарів; розподіл, у т. ч. відвантаження товарів зі складу готової продукції.

Розрізняють логістику, пов'язану із забезпеченням виробництва матеріалами: закупівельну, виробничу, збутову або маркетингову. Окремо виділяють транспортну логістику, яка за змістом є складовою частиною кожного з трьох видів логістики.

Невід'ємною частиною усіх видів логістики є обов'язкова наявність логістичного інформаційного потоку, який містить збір даних про товарні потоки, їх передавання, обробку та систематизацію з подальшою видачею готової інформації. Таку систему називають *комп'ютерною логістикою*.

Важливим у процесі забезпечення матеріально-технічними ресурсами проектів є визначення *потреби в матеріально-технічних ресурсах* для реалізації інвестиційних проектів, яке проводиться за такими напрямками:

- визначаються види та кількість матеріалів, сировини та комплектуючих виробів, що перероблятимуться;
- вивчається ринок відповідних матеріалів, сировини та комплектуючих виробів і підбираються такі умови їх постачання, які будуть найбільш сприятливі стосовно якості, кількості, вартості, доступності та надійності поставок;
- передбачається альтернативний варіант забезпечення кожним видом ресурсів;
- розраховуються можливі втрати матеріалів і сировини при транспортуванні та зберіганні;
- складатиметься оптимальна програма поставок матеріалів сировини та устаткування, яка б задовольняла умовам якості, кількості та вартості.

Крім того, з кожного виду ресурсів, таких як електроенергія, вода, тепло-енергія, слід визначити джерела постачання та їх доступність, надійність, можливий вплив роботи державної електромережі на роботу підприємства та вплив перебоїв у забезпеченні ресурсами.

Серед питань, що сприяють забезпеченню робочою силою, потрібно визначити необхідну чисельність робітників та службовців для всього проекту; вивчити можливі джерела залучення управлінських, технічних кадрів, кваліфікованої та некваліфікованої робочої сили; з'ясувати можливості перепідготовки місцевого персоналу, оцінити продуктивність його праці; проаналізувати й оцінити ставки заробітної плати у минулому, діючі та на майбутнє.

Потреби в матеріально-технічних ресурсах для реалізації інвестиційних проектів визначаються, аналізуються та уточнюються на стадії підготовки ТЕО як у кількісному, так і в якісному вигляді. При виконанні цієї роботи необхідно розглядати соціально-економічні, фінансові та технічні фактори, які можуть сильно вплинути на види, кількість та якість ресурсів. До них, зокрема, належать:

- *соціально-економічні фактори*: соціальне та культурне середовище, соціально-економічну політику та регулювання, інфраструктурна мережа, система транспорту та комунікацій;
- *комерційні та фінансові (економічні) фактори*: розмір проекту, кваліфікація та продуктивність праці персоналу, вимоги ринку до якості продукту, матеріалів, сировини тощо;
- *технічні фактори*: сфера промисловості, технологія та технологічний процес, тип машин та обладнання, виробнича потужність та розрахунковий обсяг виробництва.

Найважливіший етап у забезпеченні матеріально-технічними ресурсами проекту є забезпечення будов технологічним обладнанням, яке класифікується за такими ознаками:

- виробниче призначення;
- особливості конструювання та умови виготовлення;
- умови надходження, зберігання та монтажу;
- строки експлуатації та умови виведення з виробництва та інші.

Організація комплектування обладнання для підприємств, що будуються або реконструюються, здійснюється з урахуванням таких специфічних особливостей:

→ тривалість циклу виготовлення обладнання потребує ретельної розробки документації та попереднього замовлення обладнання на заводах, відповідної галузі промисловості. Це передбачає тісний взаємозв'язок дій проектної команди замовника, проектувальника та виробника обладнання;

→ поставка обладнання (передусім, основного технологічного) для об'єкта, що будується або реконструюється, здійснюється одночасно;

→ складність та велика відповідальність комплектації обладнання окремими елементами, частками, вузлами та комплектуючими виробами за кооперацією, що випускаються підприємствами-співвиконавцями, у декілька раз збільшується при переході до великоблочного постачання; поставка більшої частини обладнання у вигляді укрупнених вузлів та блоків, монтаж яких потребує ряд виробничих передзбірних операцій;

→ необхідність чіткої узгодженості планів комплектування з планами фінансування капітального будівництва, планами будівельно-монтажних робіт та планами виробництва машинобудівельних заводів;

→ необхідність узгодженості планів комплектування з планами розподілу продукції різними збутовими організаціями.

Комплектування будівель обладнанням здійснюється методом *за елементами* або методом *укрупнених комплектних поставок обладнання підвищеної заводської та монтажної готовності*.

Найбільш поширеними є поставки *комплектних технологічних ліній (КТЛ)* – це найбільш висока міра організації машинобудівного виробництва та більш прогресивний метод комплектування будівель обладнанням. Сутність цього методу полягає у тому, що постачальником усього обладнання, у тому числі не стандартизованого, а також усіх комплектуючих виробів, які входять у технологічну лінію або установку, незалежно від того, хто їх виготовляє, виступає одна комплектуюча організація. Комплектні поставки технологічних ліній, установок та агрегатів здійснюються на основі прямих договорів між постачальниками та замовниками за умови дотримання черговості поставок та проведення технічного нагляду та шефмонтажних робіт. Поставки обладнання у вигляді КТЛ та агрегатів забезпечують: скорочення строків поставки; підвищення рівня комплектності та міри заводської готовності до монтажу обладнання, що поставляється; використання прогресив-

них форм планування та контроль за поставкою обладнання; раціональна організація служби технічного нагляду та шефмонтажу.

Матеріально-технічне постачання інвестиційних проектів здійснюється за графіками, які чітко пов'язані зі строками виконання будівельно-монтажних робіт. Графіки є обов'язковим додатком до договорів. Замовник або за його дорученням проектна команда, узгоджують з підприємствами-виробниками технічні умови та іншу технічну документацію на виготовлення та поставку окремих видів матеріально-технічних ресурсів, а також розглядають технічні питання, пов'язані з розміщенням замовлень на виготовлення ресурсів.

7.7. МОНІТОРИНГ ВПРОВАДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ

У період освоєння інвестицій (реалізації інвестиційного проекту), особливо, якщо цей період тривалий, ринкова кон'юнктура зазнає значних коливань, а це, своєю чергою, впливатиме на інвестиційний процес: змінюються інвестиційні попит та пропозиція, а отже змінюється і ціни на інвестиційні товари. Протягом певного часу можуть змінитися також потреби, заради яких розробляється інвестиційний проект. Крім того, початковий план може виявитися неспроможним через ряд факторів, наприклад, перенесення строків початку будівництва, перегляд умов фінансування, необгрунтованого планування зв'язків між завданнями проекту, зриву постачання документації або обладнання постачальниками, непередбачених технічних труднощів, зміни зовнішніх умов тощо.

Таким чином, усі основні елементи інвестиційного проекту мають ретельно контролюватися керівництвом проекту. Менеджер проекту має визначити процедуру та встановити послідовність збору даних через певні інтервали часу, проводити аналіз одержаних результатів, аналізувати поточні відхилення фактичних та планових показників і прогнозувати вплив поточного стану справ на виконання обсягів робіт, що залишилися.

Система контролю за інвестиційним проектом, має містити: зміст інформації, що аналізується; структуру звітів та відповідальність за збір даних; аналіз інформації та прийняття рішень. Усі ці заходи розробляються до реалізації проекту за участю усіх зацікавлених сторін. Система керівництва має забезпечити необхідний вплив там і тоді, коли і де вони необхідні. Наприклад, якщо виникає затримка введення об'єкта в експлуатацію, то прискорити цей процес можливо за рахунок перерозподілу матеріальних, фінансових чи трудових ресурсів. Якщо ж затримується поставка проектною документації, збільшуються витрати на матеріали та обладнання, субпідрядники порушують директивні строки, то необхідно переглянути план проекту. Корекція плану може бути обмеженою переглядом основних параметрів,

а може вимагати розробки нової моделі, починаючи з поточного стану до моменту закінчення робіт.

Основними *принципами побудови ефективної системи контролю* в процесі реалізації інвестиційного проекту мають бути:

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

Плани мають бути змістовними, чітко структуризованими та фіксованими з тим, щоб забезпечити основу для контролю. Якщо плани поновлюються часто та без застосування процедур контролю за змінами, то контроль за проектом буде втрачений.

Звіти мають відображати стан проекту щодо вихідних планів на основі єдиних підходів та критеріїв. У результаті аналізу зібраних даних керівництво проекту має визначити, чи відповідає поточна ситуація запланованій, а якщо ні, то вирахувати розмір наслідків відхилень. Спеціальні звіти мають використовуватися для передбачення тенденцій у вартісних та часових оцінках робіт проекту. У найпростішому випадку передбачення можуть вказувати на збільшення вартості проекту, або на затримки по строкам. Завершальним етапом процесу контролю за проектом є дії, які приймаються керівництвом та направляються на переборення відхилень у процесі робіт проекту. Ці дії можуть бути направлені на виправлення виявлених недоліків та переборення негативних тенденцій у рамках проекту.

У рамках функцій контролю та оперативного управління реалізацією проекту вирішуються завдання вимірювання, прогнозування та оцінки оперативної ситуації, що склалася, за досягнутими результатами, витратами часу, ресурсів та фінансів, аналізу та усунення причин відхилення від розробленого плану та корекція плану. Отже, при управлінні проектом контролюються три основні кількісні характеристики такі, як час, обсяг робіт та вартість. Крім того, керівництво відповідає за управління змістом робіт, якістю та організаційною структурою.

Механізм проведення постійного нагляду та контролю за процесом освоєння інвестицій називають *моніторингом інвестиційних проектів*. Загальний моніторинг проекту здійснює інвестор (замовник) або від його імені дирекція підприємства, що будується. Такий моніторинг за угодою з інвестором можуть здійснювати фірма-девелопер або генеральний підрядник відповідно до договору консорціуму.

Побудова системи моніторингу реалізації інвестиційного проекту має базуватися за такими принципами:

1. Вибір для спостереження найбільш важливих напрямів реалізації інвестиційного проекту. Реалізація цього принципу базується на то-

му, що, насамперед, спостереження має відбуватися за реалізацією календарного плану та бюджету проекту за окремими розділами.

2. Побудова системи інформаційних (звітних) показників зв кожного напрямку реалізації інвестиційного проекту. Така система показників має ґрунтуватися на даних оперативного бухгалтерського обліку та статистичної звітності. Ця система відображає хід реалізації календарного плану проекту за обсягами та найбільш важливими структурними показниками, виконання бюджету за обсягом та структурою витрат та інше.

3. Розробка системи узагальнюючих (аналітичних) показників за кожним напрямку реалізації проекту. Система оціночних показників будуватиметься, виходячи з мети моніторингу окремих напрямів діяльності інвестиційного проекту, та базується на привабливості для цього інформативних (звітних) показників. У розрізі кожного з напрямів формується конкретний перелік найбільш важливих оціночних показників.

4. Встановлення періодичності формування звітної бази даних (інформаційних та аналітичних показників). Така періодичність визначається, виходячи з періодичності календарного плану та бюджету реалізації інвестиційного проекту. З урахуванням цієї періодичності розрізняють оперативні (тижневі або декадні) зведення, місячний чи кварталний звіт.

5. Аналіз основних причин, які призвели до відхилення фактичних результатів від передбачених. У процесі такого аналізу розрізняють ті показники, за якими спостерігаються «критичні відхилення» від календарного плану та бюджету.

6. Виявлення резервів та можливостей нормалізації ходу реалізації інвестиційного проекту. У процесі реалізації цього принципу резерви розглядаються у розрізі окремих функціональних блоків з вивченням можливостей замовника та підрядника з нормалізації ходу реалізації інвестиційного проекту.

7. Обґрунтування пропозицій зі зміни календарного плану та бюджету інвестиційного проекту. Завершальним етапом моніторингу інвестиційних проектів є розробка обґрунтованих пропозицій щодо коригування календарного плану та бюджету проекту. У окремих випадках може бути обґрунтована пропозиція про «вихід» з інвестиційного проекту.

Отже, розроблена за цими принципами система моніторингу реалізації інвестиційного проекту має коригуватися при зміні інвестиційного середовища, напрямів інвестиційної діяльності та інших факторів.

Основним напрямом моніторингу реалізації інвестиційного проекту є своєчасне виявлення відхилень від календарного плану та бюджету, які викликають зниження ефективності інвестиційної діяльності; аналіз причин, які призвели до цих відхилень, та розробка пропозицій з відповідного коригування окремих напрямів інвестиційної діяльності з метою її нормалізації та підвищення ефективності.

Хід робіт, що підлягають виконанню відповідно до календарного плану, відстежується на основі збору та обробки інформації. При цьому цінним джерелом даних є звіти виконавців про хід виконання робіт. Збір та обробка інформації дозволяють не тільки оцінювати поточний стан справ, але і прогнозувати подальший хід робіт.

Для оцінки виконання календарного плану й окремих робіт отримує застосування цілий ряд методів.

Метод простого контролю (метод «0-100») дозволяє відстежувати тільки моменти завершення робіт. Незавершеній роботі, в якій би стадії вона не знаходилася, привласнюється оцінка 0 %, а завершений – 100 %, причому вважається, що робота виконана, тільки якщо досягнутий її кінцевий результат.

Метод детального контролю передбачає оцінку проміжних стадій виконання завдання. Наприклад, роботі привласнюється оцінка 50 %, якщо цілі досягнуті наполовину. Очевидно, що метод детального контролю складніше методу «0-100», оскільки вимагає від менеджера оцінки міри завершеності робіт, що знаходяться в процесі виконання. У більшості випадків тільки використання цих двох методів дає прийнятні результати.

Коли не можливо точно оцінити стан виконуваної роботи, застосовують модифіковані варіанти методу детального контролю, наприклад, метод «50/50», що пропонує оцінку міри завершеності роботи в той момент, коли на її виконання витрачено 50 % виділених коштів. Інша модифікація детального контролю – **метод етапів** – використовується, зазвичай, при аналізі робіт великої тривалості. Робота поділяється на ряд технологічних етапів, які визначають міру її завершеності.

Застосовуючи зазначені підходи, можна розробити інтегровану систему контролю, що забезпечує облік міри завершеності як окремих робіт, так і проекту загалом, у т. ч. розрахунок за виконані етапи.

Отримана таким чином інформація використовується для вироблення управлінських рішень щодо успішної реалізації інвестиційного проекту.

Залежно від функцій учасників реалізації інвестиційної діяльності моніторинг можна спеціалізувати за видами, а саме:

➤ **загальний моніторинг проекту** здійснює інвестор (замовник) або від їх імені дирекція підприємства, що будується. Такий моніторинг за угодою з інвестором можуть здійснювати фірма-девелопер або генеральний підрядник;

➤ **технічний моніторинг**, який крім інвестора та його представників, здійснюють звичайно генеральний проектувальник та інші проектувальники – у межах авторського нагляду. Технічний моніторинг проводиться з метою забезпечення відповідності об'ємно-планувальних та конструктивних рішень, прийнятих у будівельній та технологічній частинах проекту, вимогам ДБН, Держстандартів та технічних умов;

➤ **фінансовий моніторинг**, який проводиться інвестором, замовником, фірмою-девелопером (за їх дорученням) а також іншими учасниками проекту на першому етапі освоєння інвестицій (проектування та будівництво) за такими показниками, як загальний обсяг інвестицій за проектом, витрати на земельну ділянку, витрати на проектно-дослідницькі роботи, вартість будівельно-монтажних робіт (договірна ціна), контрактна вартість обладнання, інструментів та реманенту; джерела фінансування проекту; власний капітал, акціонерний капітал та інші залучені кошти; запозичені кошти, кредити банку та інші боргові зобов'язання; лізинг та інші запозичені кошти; мобілізація внутрішніх ресурсів тощо. Постійному нагляду підлягає річна програма завершення (продовження) інвестиційного процесу, відстежуються місячні планові та фактичні обсяги інвестицій, будівельно-монтажних робіт, витрати на обладнання. Аналізується рівень використання власного капіталу, залучених та запозичених коштів, виявляються відхилення, обґрунтовується необхідність мобілізації внутрішніх ресурсів та використання інших джерел фінансування. На цьому етапі в процесі фінансового моніторингу вже можна робити оцінку поточних показників ефективності інвестицій, розраховувати динамічну норму ефективності і порівнювати її з внутрішньою, визначати можливий очікуваний строк окупності інвестицій за умовами року експлуатації підприємства (черги), який підлягає фінансовому моніторингу;

➤ **маркетинговий моніторинг**, який проводиться з метою забезпечення своєчасних поставок на будову матеріально-технічних ресурсів, і його здійснюють ті учасники, на яких покладені обов'язки у контрактах з матеріально-технічного забезпечення будов.

Література для вивчення теми

1. Господарський кодекс України. Прийнятий 16 січня 2003 року, № 436-IV / Голос України 2003, № 49-50 від 14.03.2003.
2. Цивільний кодекс України. Прийнятий 16 січня 2003 року, № 435-IV. Редакція ЦКУ від 23.02.2006 р., чинна з 12.04.2008 р.
3. Закон України "Про ціни і ціноутворення". від 22.09.2006 р., № 189-V / Відомості Верховної Ради, 2006, № 47, ст.462.
4. Постанова Кабінету Міністрів України "Про порядок затвердження інвестиційних програм і проектів будівництва та проведення їх комплексної державної експертизи" від 11 квітня 2002 р., № 483.
5. Постанова Кабінету Міністрів "Про затвердження Загальних умов укладення та виконання договорів підряду в капітальному будівництві" від 1 серпня 2005 р., № 668.
6. Наказ Державного комітету будівництва, архітектури та житлової політики України "Про затвердження Правил визначення вартості будівництва (ДБН Д.1.1-1-2000)". від 27.08.2000 р. № 174.

7. Наказ Державного комітету будівництва, архітектури та житлової політики України "Правила визначення вартості проектно-вишукувальних робіт для будівництва, що здійснюється на території України (ДБН Д.1.1-7-2000)" від 14 грудня 2000 р., № 285.
8. Державні будівельні норми України. Затверджено наказом Державного комітету з будівництва та архітектури від 20.01.2004 р., № 8.
9. Беренс В., Хавранек П. М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. – М.: Экономика, 1995. – 527 с.
10. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП “Итем” ЛТД “Юнайтед Лондон Трейд Лимитед”, 1995. – С. 447.
11. Золотогоров В. Г. Инвестиционное проектирование: Учеб. пособ. – Мн.: ИП «Экоперспектива», 1998. – 463 с.
12. Мир Управления проектами / Под ред. Х. Решке, Х. Шелле. / Пер. с англ. – М.: Аланс, 1993. – 304 с.
13. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
14. Пересада А. А., Майорова Т. В. Ляхова О. О. Проектне фінансування: Підручник. К.: КНЕУ, 2005. – 736 с.
15. Управление инвестициями: В 2-х т. Т. 1 / В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро и др. – М.: Высшая школа, 1998. – 416 с.
16. Управление инвестициями: В 2-х т. Т. 2 / В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро и др. – М.: Высшая школа, 1998. – 512 с.

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Охарактеризуйте зміст управління проектами.
2. Назвіть завдання та напрями, за якими здійснюється управління інвестиційними проектами.
3. Охарактеризуйте основні складові організаційної структури управління інвестиційними проектами.
4. Визначте основні цілі організації управління інвестиційним проектом.
5. Визначте роль різних рівнів організаційної структури проекту у прийнятті рішень на різних стадіях проектного циклу.
6. Охарактеризуйте основні схеми управління інвестиційним проектом.
7. Охарактеризуйте основні підходи до організації інвестиційного проекту.
8. Визначте роль матеріально-технічного забезпечення для реалізації інвестиційного проекту.
9. Охарактеризуйте процес визначення потреби в матеріально-технічних ресурсах для реалізації інвестиційного проекту.
10. Визначте особливості забезпечення проекту технологічним обладнанням.
11. Що містить система контролю за інвестиційним проектом?
12. Визначте мету, види і напрями інвестиційного моніторингу.
13. За якими принципами має будуватися система моніторингу інвестиційних проектів?

ТЕМА 8. ІНВЕСТИЦІЙНІ РЕСУРСИ

8.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ТА ПОРЯДОК ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ НА ПІДПРИЄМСТВІ

Реалізація інвестиційної діяльності на підприємстві характеризується, передусім, розширеним відтворенням основних фондів, що потребує належного ресурсного забезпечення, тобто формування необхідних інвестиційних ресурсів. Цей процес передбачає відокремлення значної частини сукупного суспільного продукту від особистого та поточного виробничого споживання. Крім того, інвестиційні ресурси, спрямовані на ці цілі, вилучаються з процесу розширеного відтворення на період до введення в дію основних фондів. У майбутньому вони поступово відшкодовуються інвестору у процесі експлуатації об'єктів, випуску та реалізації виробленої продукції.

Джерелом розширеного відтворення є накопичення, тобто частина національного доходу, спрямована на технічний розвиток виробництва, утворення резервів і розширення основних фондів. У натурально-речовій формі накопичення складається з приросту основних фондів виробничого та невиробничого призначення, матеріальних засобів та резервів. Грошовим джерелом накопичення є частина національного доходу, що виступає при первинному розподілі у формі чистого прибутку (форми реалізації додаткового продукту, який утворюється у сфері матеріального відтворення): прибутку, додатку на додану вартість, чистого прибутку агропромислових господарств та інших накопичень підприємств (рис. 8.1.).

Необхідно зауважити, що досить часто допускається ототожнення джерел відтворення основних фондів із джерелами фінансування капітальних вкладень, проте їх економічна сутність є різною. Джерела відтворення формуються значно раніше за джерела фінансування капітальних вкладень, виступаючи у формі фонду відшкодування валового національного продукту і накопичуваної частини національного доходу, у вигляді первинних доходів суспільства. У процесі їх перерозподілу утворюються вторинні доходи, певна частина яких набирає форми джерел фінансування капітальних вкладень.



Рис. 8.1. Порядок формування національних інвестиційних ресурсів

Наведена схема (рис. 8.1.) порядку формування інвестиційних ресурсів на підприємстві зображає лише створення національних інвестиційних ресурсів і не враховує таке джерело, як іноземний капітал. З іншого боку, необхідно врахувати, що певна частина національних інвестиційних ресурсів вкладається за кордон, тобто відбувається відтік капіталу з країни.

У зв'язку з цим, формування інвестиційних ресурсів країни можна представити таким чином:

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

Усі інвестиційні ресурси (національні та іноземні) прямо чи опосередковано залучаються підприємством на ринку капіталу, що інвестується.

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. 8.2.).



Рис. 8.2. 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. Велика тривалість інвестиційного циклу та висока вартість інвестиційних об'єктів вимагають виділення спеціальних матеріальних та нематеріальних ресурсів, економічний обіг яких опосередковується через грошові кошти, у процесі використання яких реалізується значна частка накопиченого національного доходу та фонду відшкодування, спожитих у процесі відтворення основних фондів з метою накопичення.

Основною метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення потреб у придбанні необхідних інвестиційних активів та оптимізація їх структури з позицій забезпечення ефективних результатів інвестиційної діяльності.

З урахуванням цієї мети процес формування інвестиційних ресурсів має базуватися на таких принципах:

1. *Принцип врахування перспектив розвитку інвестиційної діяльності.* В процесі формування обсягів та структури інвестиційних ресурсів варто враховувати усі стадії інвестиційного процесу – передінвестиційну, інвестиційну та експлуатаційну.

2. *Принцип забезпечення відповідності обсягу залучених інвестиційних ресурсів обсягу інвестиційних потреб підприємства.* Загальна потреба в інвестиційних ресурсах підприємства базується на розрахунках загальних обсягів реального та фінансового інвестування.

3. *Принцип забезпечення оптимальної структури інвестиційних ресурсів з позицій ефективної інвестиційної діяльності.* Умови формування високих кінцевих результатів інвестиційної діяльності залежать від структури сформованих інвестиційних ресурсів. Оптимальна структура забезпечує фінансову рівновагу розвитку підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності, з іншого боку, неоптимальна структура генерує ризики в фінансовій сфері підприємства, тобто призводить до банкрутства підприємства.

4. *Принцип забезпечення мінімізації витрат з формування інвестиційних ресурсів з різних джерел.* Така мінімізація витрат здійснюється в процесі управління вартістю капіталу, який залучається для інвестиційної діяльності з метою одержання максимальної суми чистого прибутку.

5. *Принцип забезпечення високоефективного використання інвестиційних ресурсів у процесі інвестиційної діяльності.* Інвестиційні ресурси, які тимчасово не використовуються, можуть втрачати свою вартість з часом. Тому формувати інвестиційні ресурси слід, враховуючи темпи інфляції та інші фактори, які впливатимуть на вартість протягом строку реалізації інвестиційної діяльності [1, С. 380-382].

Зазначені принципи підприємство має використовувати при розробці **стратегії формування інвестиційних ресурсів**, яка має здійснюватися за такими етапами:

I. *Ретроспективний аналіз формування інвестиційних ресурсів підприємства.* Метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування інвестиційних ресурсів відповідно до запланованих обсягів інвестицій.

II. *Прогнозування потреби у загальному обсязі інвестиційних ресурсів*, де визначається: необхідний обсяг фінансових коштів інвестування; загальна потреба у інвестиційних ресурсах для реального інвестування, а також їх потреба за окремими відрізками часу прогнозованого періоду.

III. *Прогнозування можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел*, у тому числі власних (частина чистого прибутку, амортизаційні відрахування, страхові виплати відшкодування збитків; погашення довгострокових фінансових інвестицій; реінвестиції від продажу основних фондів; мобілізація надлишків оборотних активів); позичкових (кредити, емісія боргових цінних паперів, цільовий державний кредит, податковий інвестиційний кредит, лізинг); залучених (емісія акцій, безоплатні вкладення державних органів і комерційних структур).

IV. *Визначення ефективних схем та методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів* (самофінансування, акціонування, боргове фінансування, фінансування на консорційних засадах, оренда, пільгове фінансування, субсидування, змішане фінансування тощо).

➤ *Визначення необхідного та граничного обсягу інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел*. Обсяг залучення інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел має забезпечити ту частину інвестиційного капіталу, яку не вдалося сформувати за рахунок внутрішніх власних джерел фінансування. Зокрема, забезпечення задоволення потреби у власних інвестиційних ресурсах із зовнішніх джерел планується за рахунок залучення додаткового пайового капіталу (власників або інших інвесторів), додаткової емісії акцій або за рахунок інших джерел. Якщо сума внутрішніх власних та залучених інвестиційних ресурсів повністю не забезпечує загальну потребу в них у запланованому періоді, то приймається рішення про залучення позичкових коштів.

V. *Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів з урахуванням мінімізації вартості залучення інвестиційних ресурсів із різних джерел*. Така оптимізація здійснюється шляхом розрахунку ціни капіталу підприємства та його фінансової стійкості, а також розрахунку очікуваного прибутку та рентабельності.

Усі інвестиційні ресурси, що формуються на підприємстві для реалізації його інвестиційної діяльності, можуть використовуватися у фінансовій, матеріальній, нематеріальній та трудовій формах, див рис. 8.5.

Фінансові ресурси, зокрема, грошові кошти, в інвестиційній діяльності відіграють найбільшу роль. По-перше, вони можуть трансформуватися у будь-яку іншу форму інвестиційних ресурсів шляхом придбання предметів та знарядь праці, інновацій, робочої сили та інших елементів виробництва, а, по-друге, тільки грошові кошти дають можливість інвестору обирати будь-який об'єкт інвестування. Інвестиційні ресурси у вигляді цінних паперів, які вкладаються в об'єкти інвестування, зокрема в статутний фонд, в Україні майже не використовуються. Інвестиційні ресурси у формі матеріальних, нематеріальних та трудових вкладаються лише у процес виробництва.

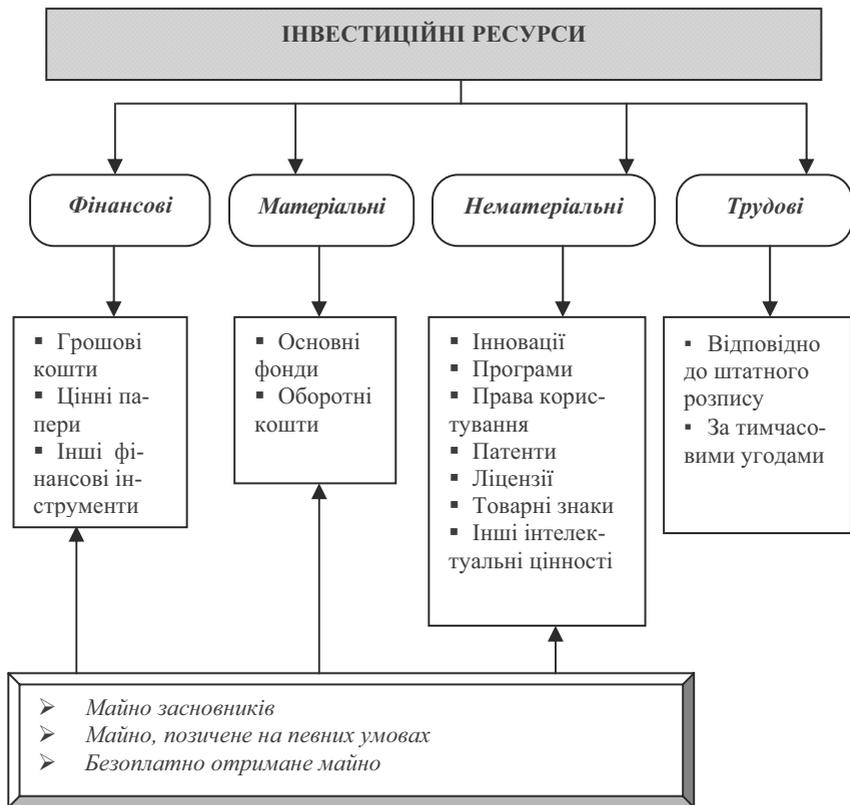


Рис. 8.3. Форми інвестиційних ресурсів

Загалом, 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.

У процесі формування інвестиційних ресурсів найважливішим завданням інвестора є визначення їх загального обсягу. 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:

$$S_{IP} = PIP + \Delta \Phi I, \quad (8.1)$$

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.

Інвестиційні ресурси підприємства

| Вид інвестиційних ресурсів | ЗМІСТ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА |
|----------------------------|---|
| <i>Внутрішні власні</i> | <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 |
| <i>Внутрішні позичені</i> | <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 |
| <i>Зовнішні власні</i> | <ul style="list-style-type: none"> ➤ акціонерний або пайовий капітал ➤ кошти, що виділяються вищими холдинговими та акціонерними компаніями ➤ безоплатно надані державними органами або комерційними структурами кошти на цільове інвестування |
| <i>Зовнішні позичені</i> | <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. 8.2. Після визначення загального обсягу інвестиційних ресурсів, інвестор має визначити, яка їх частка буде профінансована за рахунок власних коштів, а яка за рахунок позичених чи залучених.

**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 чистий 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 |

Процес формування власних інвестиційних ресурсів (внутрішніх та зовнішніх) тісно пов'язаний з початковим накопиченням капіталу, або створенням статутного фонду. *Статутний капітал* – це сума внесків (паїв) засновників підприємства для забезпечення його життєдіяльності. Статутний капітал може містити не тільки грошові кошти, але й інші матеріальні та нематеріальні активи, цінні папери, права користування тощо. Початкове накопичення капіталу може здійснюватися як в рамках власне підприємства, так і в масштабах країни в загалом (в процесі розподілу та перерозподілу національного доходу формується фонд споживання та фонд накопичення, останній своєю чергою, використовується для формування інвестиційних ресурсів).

Базою формування інвестиційних ресурсів підприємства може бути і капітал, призначений для збільшення статутного фонду та реінвестицій, зокрема, це: чистий прибуток, амортизаційні відрахування; кошти, одержані

від реалізації капітальних активів; надходження від продажу окремих фінансових інструментів та інші джерела.

Джерела утворення статутного капіталу залежать від форми власності:

- ♠ *приватна* – власний капітал підприємця;
- ♠ *акціонерна* – акціонерний капітал;
- ♠ *державна* – асигнування з бюджету та централізованих фондів;
- ♠ *колективна (спільна)* – внески засновників.

Внески у статутний капітал можуть бути зроблені в будь-якій формі, але завжди вони повинні мати вартісну оцінку. Такі внески можуть бути здійснені у вигляді будинків, споруд, транспортних засобів, предметів праці, цінних паперів, прав на користування природними ресурсами, прав Інтелектуальної власності, грошових коштів. Тобто внески можуть здійснюватися у формі матеріальних і нематеріальних активів.

Статутний капітал є невід’ємною складовою частиною майже будь-якого підприємства, разом із тим, він – досить умовне значення, яке означає сукупний розмір внесених засновником або учасником коштів у момент створення товариства, наприклад, надане у натуральній формі у власність підприємствам за рахунок внесків до статутного капіталу чи в оплату акцій, оцінюють за вартістю, визначеною за домовленістю учасників. Через деякий період часу, кошти, внесені до статутного капіталу, можуть бути як примножені, так і втрачені повністю або частково. Тому об’єктивною оцінкою будь-якого підприємства є не розмір його статутного капіталу, а кошти чистих активів. До того ж, сам розмір не може ніяким чином гарантувати права кредиторів на майно підприємства.

Розмір статутного капіталу використовується як основа при розрахунках багатьох економічних коефіцієнтів, що характеризують фінансовий стан підприємства, і, насамперед, автономність бізнесу.

Статутний капітал є основою для початку, а також розвитку господарської діяльності підприємства і виконує такі функції, наведені у таблиці 8.3.

При формуванні статутного капіталу, кошти, спрямовані в основні та оборотні засоби, є початковими інвестиційними ресурсами підприємства. На час придбання основних фондів і зарахування їх на баланс підприємства залишкова вартість збігається з їхньою початковою балансовою вартістю. Надалі, по мірі участі основних фондів у виробничому процесі, їхня вартість роздвоюється: одна її частка, що дорівнює зношуванню, переноситься на готову продукцію, інша – виражає залишкову вартість наявних основних фондів. Зношена частка вартості основних фондів, перенесена на готову продукцію, в міру реалізації останньої поступово нагромаджується в грошовій формі в амортизаційному фонді. Цей фонд поповнюється за рахунок щорічних амортизаційних відрахувань і використовується для простого та частково для розширеного відтворення основних фондів.

Функції статутного капіталу

| № | Функція | Зміст функцій статутного капіталу |
|----|---|---|
| 1. | Довгострокового фінансування | Використовується на підприємстві протягом тривалого часу |
| 2. | Відповідальності та захисту прав кредиторів | Сумою власного капіталу визначається відповідальність підприємства перед зовнішніми користувачами, а також захист кредиторів від втрати капіталу |
| 3. | Компенсації завданих збитків | Гарантує їх погашення |
| 4. | Кредитоспроможності | Вартість власного капіталу є гарантією погашення отриманого кредиту |
| 5. | Фінансування ризику | Сума капіталу може використовуватися для проведення ризикованих операцій господарської діяльності та здійснення ризикових інвестицій |
| 6. | Незалежності та влади | Розмір власного капіталу визначає власників і його вплив на господарську діяльність підприємства |
| 7. | Розподілу доходів та активів | На підставі внеску власників у капіталі здійснюється розподіл отриманого фінансового результату за звітний період та майна у разі ліквідації підприємства |

Для виробництва продукції підприємству, поряд із основними фондами, потрібні й оборотні кошти. Частина оборотних коштів авансується у сферу виробництва і формує оборотні виробничі фонди, інша частина перебуває в обігу і формує фонди обігу. На час введення підприємства в експлуатацію воно потребує такого обсягу грошових коштів у складі статутного фонду, який забезпечив би йому придбання матеріальних оборотних фондів (створення запасів) і був би достатнім для обслуговування процесу виробництва та реалізації продукції.

Грошові кошти, авансовані в оборотні виробничі фонди і фонди обігу, становлять *обігові кошти підприємства*. Від забезпечення обіговими коштами залежать ритмічність, злагодженість і висока результативність роботи підприємства. Оптимальна потреба підприємства в обігових коштах визначається шляхом їхнього нормування.

Таким чином, з економічної точки зору, сутність статутного капіталу полягає у забезпеченні створеної юридичної особи основними і оборотними засобами, необхідними для початку господарської діяльності з виробництва продукції, виконання робіт, надання послуг чи продажу товарів.

Формування інвестиційних ресурсів на підприємстві тісно пов'язане з фінансовими ресурсами – першоосновою фінансового господарства держави та підприємств.

Загалом, **фінансові ресурси** є сукупністю доходів і надходжень, які перебувають у розпорядженні населення, підприємств, організацій та держави та спрямовуються на задоволення суспільних потреб з метою розширеного відтворення та зростання матеріального добробуту. Фінансові ресурси охоплюють ресурси всіх секторів економіки: державного, підприємницького, а також приватного сектора. 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).

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.

Фінансові активи включають в себе: грошові кошти не обмежені для використання, та їх еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи;

Фінансові зобов'язання – це борги (заборгованість) підприємства, які виникають внаслідок придбання товарів та послуг у кредит, або кредити, які підприємство отримує для фінансування інвестиційної діяльності.

Відповідно до П(С)БО 11 "Зобов'язання", **зобов'язання** – це заборгованість підприємства, що виникла внаслідок минулих подій і погашення якої у майбутньому, як очікується, призведе до зменшення ресурсів підприємства, що втілюють у собі економічні вигоди:

I. **Довгострокові зобов'язання** – це зобов'язання, які не виникають в ході нормального операційного циклу та будуть погашені після 12 місяців з дати зарахування на баланс.

II. **Поточні зобов'язання** – короткострокові фінансові зобов'язання, які мають бути погашені протягом поточного операційного циклу підприємств чи протягом року з дати складання бухгалтерського балансу.

III. *Забезпечення* – зобов’язання з невизначеною сумою або часом погашення на дату балансу.

IV. *Непередбачені зобов’язання* – зобов’язання, яке може виникнути внаслідок минулих подій та існування якого буде підтверджено лише тоді, коли відбудеться або не відбудеться одна чи більше невизначених майбутніх подій, над якими підприємство не має повного контролю; теперішні зобов’язання, що виникає внаслідок минулих подій, але не визнається, оскільки малоймовірно, що для врегулювання зобов’язання потрібно буде використати ресурси, які втілюють у собі економічні вигоди, або оскільки суму зобов’язання не можна достовірно визначити.

V. *Доходи майбутніх періодів* – доходи, одержані підприємством у звітному періоді, але такі, що належать до наступних періодів.

Для визначення зобов’язань повинні бути дотримані дві умови:

- 1) оцінка їх може бути достовірно визначена;
- 2) існує ймовірність зменшення економічних вигод внаслідок їх погашення.

В умовах ринкової економіки основними джерелами фінансування інвестиційних проєктів, що входять до складу зобов’язань, є комерційний та банківський кредити. Комерційний кредит надається одним підприємством іншому у вигляді відстрочки сплати грошей за продані товари чи надані послуги, а банківський кредит (позичка) надається банками у вигляді грошових кредитів, що використовуються для розширення виробництва і як джерела платіжних коштів для поточної діяльності.

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.

Крім того, деякі допоміжні інструменти можуть випускатись і продаватись разом з основними з метою підвищення привабливості останніх для інвесторів. До таких інструментів належать опціони, ф’ючерси, варанти тощо.

8.2. МЕТОДИ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ

Залежно від форми залучення інвестиційного капіталу існують такі методи фінансування інвестиційних проєктів, як самофінансування; акціонування; кредитне фінансування; бюджетне фінансування; фінансування за рахунок безоплатних та благодійних внесків і пожертвувань; змішане фінансування, див. рис. 8.4.

МЕТОДИ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

- ✓ Самофінансування
- ✓ Акціонування
- ✓ Кредитне фінансування
- ✓ Бюджетне фінансування
- ✓ Фінансування за рахунок безоплатних та благодійних внесків
- ✓ Змішане фінансування

Рис. 8.4. Методи фінансування інвестиційних проектів

Обираючи той чи інший метод фінансування інвестиційних проектів, треба враховувати їх особливості. Зокрема, 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.

Водночас, обсяг таких джерел у підприємства обмежений, крім того, відсутній зовнішній контроль за їх ефективним використанням.

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

- складність із залученням та оформленням;
- значний 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.

Далі більш детально зупинимося на кожному методі фінансування інвестиційних проектів.

Найпростішим методом фінансування інвестиційних проектів 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. Такий

метод фінансування має можливість підприємства не тільки відшкодувати затрати, а й здійснювати за рахунок отриманого прибутку матеріальне стимулювання працюючих, вирішувати питання соціального розвитку і, передусім, здійснювати розширене відтворення та розвиток підприємства.

При самофінансуванні суб'єкт господарювання має право самостійно вирішувати, як розпорядитися чистим прибутком, які фінансові ресурси формувати та як їх використовувати. Крім того, він несе реальну економічну відповідальність за результати діяльності та своєчасне виконання своїх зобов'язань перед постачальниками, споживачами, державою, банками. За своїми зобов'язаннями підприємство відповідає власним майном і доходами. Свої втрати та збитки підприємство покриває за рахунок фінансових резервів, системи страхування та за рахунок власного прибутку.

Головним джерелом формування інвестиційних ресурсів на підприємстві є *прибуток* – кінцевий результат діяльності підприємства, який становить різницю між загальною сумою доходів і витратами на виробництво і реалізацію продукції.

Згідно з Законом України «Про оподаткування прибутку підприємств» [18], *прибутком* вважається сума валових доходів, тобто доходів від усіх видів діяльності, зменшена на суму валових витрат підприємства і на вартість зносу (амортизації) основних засобів і нематеріальних активів.

Основою для формування прибутку на підприємстві є *доходи*, під якими розуміють збільшення економічних вигод у вигляді надходження активів або зменшення зобов'язань, які призводять до зростання власного капіталу (за винятком зростання капіталу за рахунок внесків вкладників).

Справжнім доходом на підприємстві є *чистий дохід (ЧД)* від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), який розраховується шляхом вирахування з доходу (виручки) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (Д) податку на додану вартість (ПДВ), акцизного збору (АЗ), інших зборів або податків з обороту (ІЗП) та інших вирахувань з доходу, тобто:

$$\text{ЧД} = \text{Д} - \text{ПДВ} - \text{АЗ} - \text{ІЗП} - \text{ІВ} \quad (8.2.)$$

Якщо дохід від операції неможливо достовірно оцінити та немає впевненості у відшкодуванні понесених втрат, дохід не визнається, а витрати визначаються як витрати звітного періоду.

Своєю чергою, фінансовим результатом підприємства, відповідно до П(С)БО 3 «Звіт про фінансові результати», вважаються: або *збиток* – перевищення суми витрат над сумою доходів, для отримання яких здійснені ці витрати, або *прибуток* – сума, на яку доходи перевищують пов'язані з ним витрати.

Різницю між чистим доходом і собівартістю реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) називають *валовим прибутком (збитком)*.

Фінансовий результат від операційної діяльності визначається як алгебраїчна сума валового прибутку (збитку), іншого операційного доходу, адміністративних витрат, витрат на збут та інших операційних витрат. Фі-

нансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування визначається як алгебраїчна сума прибутку (збитку) від операційної діяльності, фінансових та інших доходів, фінансових та інших витрат.

Різниця між прибутком від звичайної діяльності до оподаткування та сумою податку на прибуток є *кінцевим фінансовим результатом від звичайної діяльності*.

Окремо від фінансових результатів від звичайної діяльності визначаються невідшкодовані збитки та прибутки від надзвичайних подій (стихійного лиха, пожежі, техногенних аварій тощо).

Таким чином, остаточний фінансовий результат діяльності підприємства – **чистий прибуток (збиток)** – визначається як різниця між різними видами доходів та витрат підприємства за звітний період.

Важливим у процесі формування джерел фінансування інвестиційних проектів є порядок розподілу та напрямів використання чистого прибутку, від яких залежить, яка частина прибутку піде на фінансування інвестиційних заходів, див., рис. 8.4.

Виходячи з схеми, зрозуміло, що підприємство має можливість використати прибуток як джерело фінансування інвестиційних проектів лише у незначних обсягах і лише ту частину, яка йде на формування фонду розвитку виробництва (фінансування невеликих інвестиційних заходів, або високо ризикових інноваційних проектів) та фонду соціальної сфери (фінансування проектів, що мають соціальний характер – будівництво санаторіїв, баз відпочинку, дитсадків тощо).

Таким чином, приймаючи рішення про необхідність використання прибутку як джерела фінансування інвестиційних проектів, підприємство має всебічно зважити напрями першочергових інвестиційних вкладень та стан фінансових ресурсів, виходячи з фінансового стану підприємства, рівня його матеріально-технічної бази, соціального розвитку колективу, можливостей прибуткового розміщення коштів на ринку цінних паперів, у грошово-кредитній сфері тощо.

Важливим джерелом при самофінансуванні інвестиційних проектів є **амортизація**, яка формується в результаті переносу вартості основних фондів на вартість продукту та в сукупності складає амортизаційний фонд.

Відповідно до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств», під терміном «амортизація» основних фондів і нематеріальних активів слід розуміти *поступове віднесення витрат на їх придбання, виготовлення або поліпшення, на зменшення скоригованого прибутку платника податку у межах норм амортизаційних відрахувань* [18].

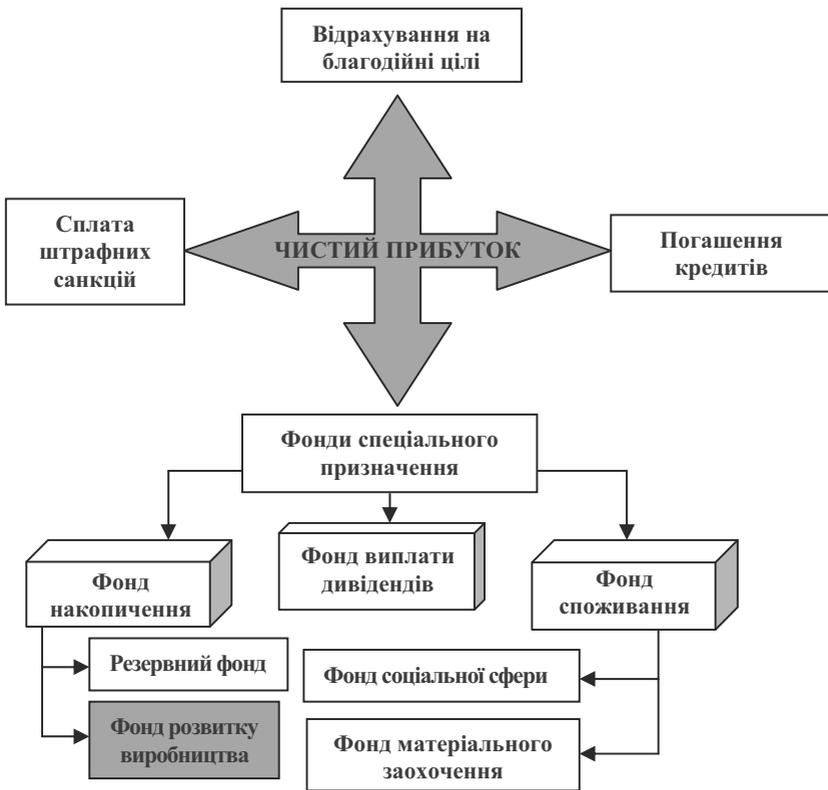


Рис. 8.4. Схема розподілу чистого прибутку

Амортизації підлягають витрати на:

⇒ придбання основних фондів та нематеріальних активів для власного виробничого використання, у т. ч. витрати на придбання племінної худоби та придбання, закладення і вирощування багаторічних насаджень до початку плодоношення;

⇒ самостійне виготовлення основних фондів для власних виробничих потреб, у т. ч. витрати на виплату заробітної плати працівникам, які були зайняті на виготовленні таких основних фондів;

⇒ проведення всіх видів ремонту, реконструкції, модернізації та інших видів поліпшення основних фондів;

⇒ капітальні поліпшення землі, не пов'язані з будівництвом, а саме: іригація, осушення, збагачення та інші подібні капітальні поліпшення землі.

Не підлягають амортизації та повністю входять до складу валових витрат звітного періоду витрати платника податку на:

- ⇨ придбання і відгодівлю продуктивної худоби;
- ⇨ вирощування багаторічних плодоносних насаджень;
- ⇨ придбання основних фондів або нематеріальних активів з метою їх подальшого продажу іншим особам чи їх використання як комплектуючих (складових частин) інших основних фондів, призначених для подальшого продажу іншим особам;

- ⇨ утримання основних фондів, що знаходяться на консервації.

Сума амортизаційних відрахувань звітного періоду визначається як сума амортизаційних відрахувань, нарахованих для кожного із календарних кварталів, що входять до такого звітного періоду. Сума амортизаційних відрахувань кварталу, щодо якого проводяться розрахунки (розрахунковий квартал), визначаються шляхом застосування норм амортизації.

Підприємства можуть прийняти рішення про застосування інших норм амортизації, що не перевищують норм, визначених у таблиці 8.4.

Амортизація окремого об'єкта основних фондів групи 1 провадиться до досягнення балансовою вартістю такого об'єкта ста неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Залишкова вартість такого об'єкта входить до складу валових витрат за результатами відповідного податкового періоду, а вартість такого об'єкта прирівнюється до нуля.

Амортизація основних фондів груп 2, 3 і 4 провадиться до досягнення балансовою вартістю групи нульового значення.

Підприємства та організації мають право протягом звітного періоду віднести до валових витрат будь-які витрати, пов'язані з поліпшенням основних фондів, що підлягають амортизації, у сумі, що не перевищує 10 % сукупної балансової вартості всіх груп основних фондів станом на початок такого звітного періоду.

Витрати, що перевищують зазначену суму, збільшують балансову вартість груп 2, 3 і 4 чи окремих об'єктів основних фондів групи 1, пропорційно сукупній балансовій вартості таких груп та таких окремих об'єктів основних фондів групи 1 на початок розрахункового кварталу.

Амортизація в інвестиційній діяльності підприємства відіграє економічну та податкову роль.

Економічна роль амортизації полягає у фактичному відшкодуванні діючих основних фондів, крім того, відповідні амортизаційні відрахування відображають реальне знецінення основного капіталу в процесі виробництва та надання послуг і належать до витрат діяльності суб'єктів господарювання.

Податкова роль амортизації полягає у фінансовому відшкодуванні основного капіталу за рахунок зменшення оподаткованого прибутку на суму амортизаційних відрахувань (податкова амортизація) та одержання податкової знижки.

Таблиця 8.4.

**Норми нарахування амортизації за групами основних фондів
(в розрахунку на податковий квартал)**

| Група основних фондів | Перелік основних фондів | Норми амортизації, % |
|-----------------------|--|----------------------|
| Група 1 | Будівлі, споруди, їх структурні компоненти та передавальні пристрої, в тому числі жилі будинки та їх частини (квартири і місця загального користування, вартість капітального поліпшення землі) | 2 |
| Група 2 | Автомобільний транспорт та вузли (запасні частини) до нього; меблі; побутові електронні, оптичні, електромеханічні прилади та інструменти, інше конторське (офісне) обладнання, устаткування та приладдя до них | 10 |
| Група 3 | Будь-які інші основні фонди, не включені до груп 1, 2 і 4 | 6 |
| Група 4 | Електронно-обчислювальні машини, інші машини для автоматичного оброблення інформації, їх програмне забезпечення, пов'язані з ними засоби зчитування або друку інформації, інші інформаційні системи, телефони (у тому числі стільникові), мікрофони і рації, вартість яких перевищує вартість малоцінних товарів (предметів) | 15 |

Важливим у процесі нарахування амортизаційних відрахувань є визначення методу нарахування амортизації.

Під *методом нарахування амортизації* розуміють розподіл вартості основних фондів за роками їх служби у певному системному порядку.

Залежно від того, що вкладається в зміст методу нарахування амортизації, вони можуть класифікуватися на:

I. Методи, що базуються на термінах використання основних коштів, до них належать:

➤ *методи рівномірної амортизації* – які передбачають нарахування амортизації залежно від строку нормальної експлуатації об'єкта основних коштів, зазвичай, рівномірно, виходячи з первісної вартості цього об'єкта, тобто це метод прямолінійного списання (або лінійний метод нарахування амортизації);

➤ *методи прискореної амортизації*, які базуються на прискоренні амортизаційного процесу, виходячи з різних систем прискорення на основі залишкової вартості. До них належать: метод суми числа (цифр) років (кумулятивний метод); метод зниження залишку; метод подвійного зменшення вартості; модифікаційний (метод залишку, який зменшується з переходом на рівномірний);

➤ *методи уповільненої амортизації*, які передбачають уповільнення процесу нарахування амортизації, що збільшує строк використання об'єкта.

До таких методів належать: метод амортизаційного фонду та метод ануїтету.

II. **Методи, що базуються на кількості одиниць продукції, одержаної від використання об'єкта основних коштів.** Це метод суми одиниць продукції (виробничий метод), який не можна використовувати за відсутності певного очікуваного обсягу виробництва продукції.

Зазвичай, перелік можливих конкретних методів нарахування амортизації регулюється державою, але кожне підприємство із переліку обирає ті методи, які економічно доцільні саме для нього.

Розглянемо детальніше зміст кожного з них.

Лінійний метод нарахування амортизації, або метод рівномірної (пропорційної) амортизації, є майже класичним методом, який враховує зв'язок між об'єктивною виробничою категорією – зносом та суб'єктивною фінансовою категорією – амортизацією, та визначається за формулою 8.3:

$$n = 1 / T_e, \quad (8.3)$$

де n – річна норма амортизації;

T_e – нормативний строк корисної експлуатації об'єкта.

У формулі (8.3) замість нормативного строку корисної експлуатації об'єкта можна використовувати також очікуваний строк корисної експлуатації об'єкта (T_p).

При використанні лінійного методу нарахування амортизації вартість об'єкта основних фондів списується рівними частинами протягом періоду експлуатації цього об'єкта. Річна сума амортизаційних відрахувань може бути визначена двома способами.

При першому способі розрахунок здійснюється діленням вартості об'єкта, за яким має нараховуватися амортизація, на строк його корисної експлуатації:

$$S_t = S / T_p, \quad (8.4)$$

де S_t – сума амортизації за t -й рік;

S – первісна вартість об'єкта основних фондів;

T_p – строк корисної експлуатації об'єкта.

При використанні другого способу сума річних амортизаційних відрахувань визначається множенням встановленої або розрахованої річної норми амортизації на первісну вартість об'єкта:

$$S_t = n \times S \quad (8.5)$$

Перевагами цього методу можна вважати рівномірність, стабільність, пропорційність нарахувань амортизації та віднесення на собівартість, простоту та точність розрахунків. Недоліком є те, що він не враховує морального зносу та розбіжностей виробничої потужності основних фондів у різні роки їх експлуатації. Практика показує, що, наприклад, інтенсивність експлуатації машин спочатку збільшується, а потім, протягом відносно тривалого часу, стабілізується, після чого знову, але вже в більшій мірі, росте.

Нерівномірний і процес морального старіння, який особливо активний у перший період введення в експлуатацію нових машин. Застосування цього методу не завжди забезпечує повне перенесення вартості основного капіталу на готовий продукт. Утворюється недоамортизація основних фондів, що є прямою втратою вартості, збитком.

Доцільність застосування *методів прискореної амортизації* пояснюється такими причинами:

- найбільша інтенсивність використання основних фондів приходиться на перші роки їх експлуатації, коли вони фізично та морально нові;
- швидке здійснення накопичення коштів для заміни об'єкта основних фондів, що амортизується.

В Україні передбачена прискорена амортизація основних фондів, якщо вони належать до третьої групи основних фондів за такими нормами: 1-й рік експлуатації – 15 %; 2-й рік експлуатації – 30 %; 3-й рік експлуатації – 20 %; 4-й рік експлуатації – 15 %; 5-й рік експлуатації – 10 %; 6-й рік експлуатації – 5 %; 7-й рік експлуатації – 5 %.

Для основних фондів першої та другої груп прискорена амортизація не передбачається.

Серед методів прискореної амортизації найбільш поширеним є *метод суми числа (цифр) років* або *кумулятивний метод*, при якому річна норма амортизаційних відрахувань відповідного року множиться на різницю між первісною вартістю об'єкта та його ліквідаційною вартістю. Сума цифр років експлуатації об'єкта визначається за формулою:

$$C_h = (T_e + 1) \cdot T_e / 2, \quad (8.6)$$

де C_h – сума цифр років експлуатації об'єкта;

T_e – нормативний строк експлуатації об'єкта.

Свою чергою, річна норма амортизації при використанні цього методу визначається за формулою:

$$n_t = \frac{2(T_e - t + 1)}{T_e(T_e + 1)}, \quad (8.7)$$

де n_t – річна норма амортизації у конкретний рік;

t – конкретний рік амортизації.

Лінійний метод також може бути методом прискореної амортизації, коли прискорення здійснюється за рахунок скорочення нормативного строку експлуатації. Цей метод застосовується в країнах, де держава проводить амортизаційну політику шляхом регулювання строків експлуатації основних коштів.

Метод зниження залишку передбачає визначення суми амортизаційних відрахувань множенням балансової вартості об'єкту основних фондів на початок звітної періоду на постійну норму амортизації. Постійна норма амортизації може розраховуватися за формулою:

$$n_a = 1 - T_p \sqrt[p]{L/S}, \quad (8.8)$$

де L – ліквідаційна вартість об'єкта;

T_p – кількість років корисної експлуатації об'єкта.

Різновидом методу зниження залишку є *метод подвоєного залишку*, при якому подвійну ставку амортизаційних відрахувань, визначену методом прямолінійного списання, використовують як норму амортизації. Для визначення річної суми амортизаційних відрахувань норму амортизації треба помножити на балансову вартість об'єкта на початок звітного року:

$$A = 2 n S_b, \quad (8.9)$$

де S_b – балансова вартість об'єкта на початок звітного року, а замість балансової вартості може використовуватися залишкова вартість.

Основним недоліком такого методу – *методу зниження залишку* – є збільшення строку списання амортизації поверх строку можливого використання основних коштів, тобто неможливість забезпечення відтворення вартості основних фондів та забезпечення процесу відтворення. З урахуванням цього, більшість країн відмовились від його застосування. На зміну методу зниження залишку прийшов його різновид – *метод двократного зменшення вартості*, який більше відповідає інтересам виробництва та вимогам прискореної амортизації (за перші 5 років амортизується 67 % вартості основних коштів). За цим методом норма амортизації становить:

$$n_t = 2 \cdot \left(1 - 2 \cdot \frac{1}{T_e} \right)^{t-1} \quad (8.10)$$

Особливої уваги заслуговує *модифікаційний метод* прискореної амортизації. Цей метод найбільш повно враховує інтереси і виробництва, і бюджету. По-перше, державою встановлені строки експлуатації основних коштів: за певний період часу амортизується 30 % їх первісної вартості. По-друге, річні норми амортизаційних відрахувань згладжені щодо інших методів прискореної амортизації, що балансує надходження у бюджет. Це досягнуто за рахунок збільшення строку амортизації до 11 календарних років та норм амортизаційних відрахувань останніх років. У перший рік нарахування амортизації починається з коефіцієнта 0,5 з другого півріччя за формулою:

$$A = 2 \cdot 1/T_e (S_1 - S_a), \quad (8.11)$$

де A – сума амортизації, нарахована у податковому періоді t ;

S_a – сума накопиченої амортизації до податкового періоду t ;

S_1 – первісна вартість основних коштів.

Методи уповільненої амортизації передбачають поступове збільшення суми амортизаційних відрахувань протягом строку експлуатації основних фондів та дисконтування подальших грошових надходжень від інвестицій в основні фонди з використанням складних процентів.

Метод амортизаційного фонду передбачає одночасне з нарахуванням амортизації вкладення рівної суми в цінні папери або депонування на окремому (особливому) рахунку. Одержані відсотки по цих інвестиціям також зараховуються до амортизаційного фонду. Таким чином, амортизаційний фонд складається з двох джерел: 1) амортизаційних відрахувань; 2) процентів від інвестицій та вкладів.

Амортизаційні відрахування визначаються так, щоб до кінця строку користування основних фондів амортизаційний фонд дорівнював їх первісній вартості (за мінусом ліквідаційної вартості).

Річна сума амортизаційних відрахувань становить:

$$A = (S - L) / M_a, \quad (8.12)$$

де A – амортизаційні відрахування;

M_a – майбутня вартість ануїтету.

При використанні **методу ануїтету** річна сума амортизаційних відрахувань визначається за формулою:

$$A = (S - L_o) / E, \quad (8.13)$$

де L_o – теперішня оцінка очікуваної ліквідаційної вартості;

E – теперішня вартість одиниці ануїтету.

Метод амортизації, який базується на кількості одиниць діяльності (продукції), одержаних від використання об'єкта основних коштів, або *метод суми одиниць продукції* (виробничий метод) передбачає розрахунок норми амортизації на одиницю діяльності (послуг) за формулою:

$$n = (S - L) / O, \quad (8.14)$$

де O – розрахунковий обсяг діяльності підприємства.

Наступний метод фінансування інвестиційної діяльності – **акціонування**. Це метод, який використовується для фінансування великих інвестиційних проектів 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.

Через акціонування може залучатися не тільки грошовий капітал, але й матеріальні та нематеріальні цінності. Привабливість акціонерної форми фінансування інвестиційних проектів виявляється у тому, що основний обсяг необхідних ресурсів надходить на початку його реалізації, тобто дає можливість профінансувати нові підприємства, в яких немає ще прибутків, амортизації, майна, під яке можна одержати кредит у банку. Крім того, такий метод фінансування (емісія простих акцій) не зобов'язує підприємство повертати капітал і сплачувати дивіденди.

Акціонерні форми господарювання здатні відіграти певну роль в реалізації нової структурної політики. Поширення акцій серед підприємств та організацій призводить до перерозподілу між ними платоспроможного інвестиційного попиту, в тому числі, й не забезпеченого товарами. А придбання акцій населенням сприяє трансформації споживчого попиту в інвестиційний, опосередковує відтік капіталу з фонду споживання у фонд накопичен-

ня, переміщуючи в такий спосіб тиск незабезпечених товарами грошей із ринку предметів споживання на ринок засобів виробництва. Таким чином, відбувається розширення горизонтальних зв'язків між підприємствами, що бувають двох видів: організаційні (концерни, асоціації, синдикати) та фінансові (об'єднання грошових засобів у формі акціонерних товариств). Розвиток фінансових зв'язків через створення акціонерних товариств призводить до внутрішнього та міжгалузевого переливу капіталу. З'являється можливість швидкого здійснення структурних зрушень, що сприяють освоєнню нових технологій і підвищенню конкурентноздатності підприємств.

Порядок організації акціонерних товариств в Україні визначений у Цивільному кодексі України, який набрав чинності 1 січня 2004 року [22].

Акціонерним є товариство, статутний капітал якого поділений на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості. Статутний капітал акціонерного товариства утворюється з вартості вкладів акціонерів, внесених внаслідок придбання ними акцій і не може бути меншим розміру, встановленого законом. Він визначає мінімальний розмір майна товариства, який гарантує інтереси його кредиторів.

Акціонерне товариство може бути створене юридичними або фізичними особами, які несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями, що виникли до державної реєстрації товариства. Воно відповідає за зобов'язаннями учасників, пов'язаними з його створенням, лише у разі подальшого схвалення їх дій загальними зборами акціонерів.

Основним фінансовим інструментом у залучення інвестиційних ресурсів на підприємстві за такого методу фінансування є акція (див. розділ 3.1.).

Залучення інвестиційних ресурсів на підприємстві через емісію акцій дає можливість мобілізувати вільні кошти населення та інших підприємств та організацій для поліпшення якісного стану виробничої бази та вирішення проблем фінансового забезпечення відтворення основних фондів.

Крім того, акціонування як метод фінансування інвестиційних проєктів здатен відіграти певну роль і у реалізації нової державної структурної політики. Розповсюдження акцій серед підприємств та організацій призводить до перерозподілу між ними платоспроможного попиту, у тому числі незабезпеченого відповідними товарами. А придбання акцій населенням сприяє трансформації споживчого попиту в інвестиційний, опосередковує відтік капіталу з фонду споживання у фонд накопичення, переміщуючи у такий спосіб тиск незабезпечених товарами грошей із ринку предметів споживання на ринок засобів виробництва.

Акціонерна форма фінансування інвестиційних проєктів значно легше і процес інтеграції економіки країни в систему світових господарських зв'язків, залучаючи інвестиції іноземних підприємств. Випуск та реалізація цінних паперів національними підприємствами на світових ринках має сприяти залученню додаткових валютних ресурсів для здійснення технічно-

го розвитку, переозброєння та реконструкції виробничої бази. Використання фінансового ринку дає змогу керувати значно більшими обсягами знеособлених продуктивних інвестицій дрібних акціонерів (у тому числі іноземних), порівняно з механізмом створення спільних підприємств.

Важливою категорією ринкової економіки є *інвестиційний кредит*, що відображає реальні зв'язки і відносини економічного життя суспільства. Він завжди був і залишається основним джерелом фінансування інвестиційних проектів, а отже і важливим важелем у стимулюванні розвитку виробництва.

За своїм змістом *інвестиційний кредит* є економічними відносинами між кредитором та позичальником з приводу фінансування інвестиційних заходів на засадах повернення і, зазвичай, з виплатою відсотка. Ці відносини характеризуються рухом вартості (позичкового капіталу) від кредитора до позичальника та в протилежному напрямку.

Інвестиційне кредитування як форма фінансування інвестиційних проектів застосовується при реалізації інвестиційних проектів з високою нормою прибутковості (яка перевищує ставку позичкового відсотку) та незначними строками окупності витрат.

Необхідність інвестиційного кредиту об'єктивно впливає із наявності товарно-грошових відносин, обслуговування кредитними ресурсами кругообігу основних виробничих фондів що формуваним товарно-матеріальних запасів підприємств, що обумовлено недостатнім розміром наявних коштів потребам розширеного відтворення капіталу. У цьому випадку виникають кредитні відносини довготривалого характеру, що дає можливість позичальнику отримати гроші раніше, ніж можна їх вилучити з обігу після реалізації товару.

Своєю чергою, у кредиторів, внаслідок утворення тимчасово вільних капіталів та їх руху формується й *можливість інвестиційного кредиту*. Розвинуті кредитні відносини пов'язані зі створенням відповідного інституційного середовища – мережі спеціальних кредитних інституцій, які спеціалізуються на кредитуванні інвестиційних заходів (проектів). Кредитні установи організують й обслуговують рух позичкового капіталу, забезпечують його залучення, акумуляцію та перерозподіл у ті сфери економіки, де виникає потреба в них.

Інвестиційне кредитування має самостійне значення лише у плані кредитування інвестиційних проектів, а в інших випадках, коли спеціальний інвестиційний проект не розробляється, має місце звичайне кредитування. Такий фактор для комерційних банків має принципове значення, у зв'язку з чим, зміст інвестиційного кредитування варто розглянути з позицій теорії кредиту, бо:

по-перше, кредит це відношення, яке усуває невідповідність між часом виробництва та часом обігу коштів та вирішує відносно протиріччя між тимчасовим осіданням коштів та необхідністю їх використання у на-

родному господарстві. Фактично основною базою для існування кредитних відносин є нерівномірність кругообігу капіталів у реальному секторі економіки;

по-друге, сутність кредиту прийнято визначати як передавання кредитором на основі відповідного кредитного договору позиченої вартості позичальнику для платного використання на умовах поворотності;

по-третє, у взаємозв'язку з зовнішнім середовищем кредит виконує чотири функції: перерозподільну, зменшення витрат обігу, прискорення концентрації капіталу та обслуговування товарообігу.

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 проекту), 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 проєкту.

Порівняно з акціонуванням, інвестиційному кредитуванню властиві певні позитивні риси, а саме:

- кредитор не претендує на майбутні прибутки підприємства, а має право тільки на одержання обумовленої суми боргу і відсотків по ньому;
- кредитор не претендує на участь у капіталі підприємства;
- відсотки і виплати у погашення основної суми боргу значною мірою є відомою сумою, тому її можна передбачити і планувати.

Разом із тим, мінусами такого кредитування є те, що:

- використання позичкового капіталу призводить до виникнення ризику зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності;
- зазвичай, розмір боргу, який може взяти на себе підприємство, обмежений;
- вартість позичкового капіталу залежить від кон'юнктури фінансового ринку. Коли знижується середня ставка позичкового відсотку на ринку, використання раніше одержаних підприємством кредитів стає невигідним, оскільки існують більш дешеві альтернативні джерела фінансування;
- при плануванні потрібно враховувати, що для виплати основної суми боргу і відсотків потрібний відповідний грошовий потік.

З огляду на те, що інвестиційний кредит є економічними відносинами між кредитором та позичальником, то він може функціонувати у таких формах, див. рис. 8.5.

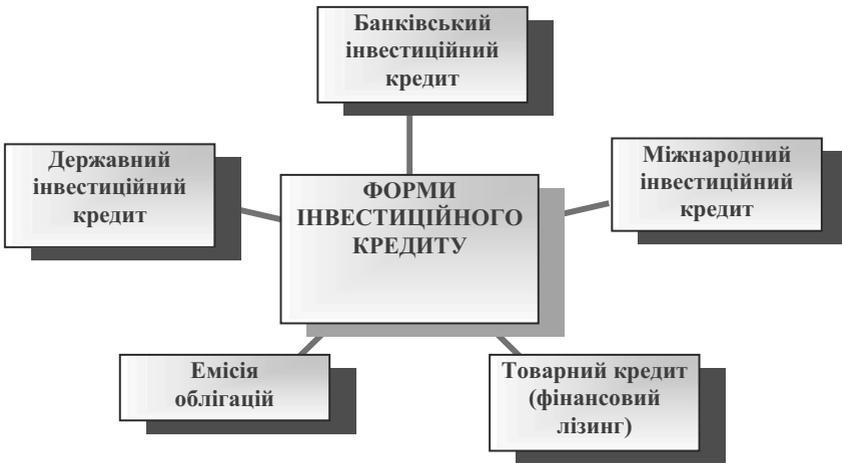


Рис. 8.5. Форми інвестиційного кредиту

Банківський інвестиційний кредит – це основна форма інвестиційного кредиту, при якій грошові кошти на фінансування інвестиційних проєктів надаються банківськими установами у тимчасове користування та з виплатою відсотку.

Банківське кредитування під інвестиційний проєкт – це довгострокове кредитування інвестиційних проєктів під майбутні доходи, яке передбачає як оцінку банком інвестиційного проєкту щодо його фінансової самооплатності, так і практичну реалізацію цього проєкту (оцінку бізнес-плану реалізації проєкту).

Під час оцінки реалізації інвестиційного проєкту банком визначається здатність позичальника ефективно реалізувати інвестиційний проєкт та отримати заплановані результати; надійність та стабільність бізнесу, яким займається позичальник, протягом часу, потрібного для завершення проєкту і повернення кредиту, врахування як позичальником, так і банком усіх ризиків, наявних під час кредитування під інвестиційний проєкт.

Новою формою кредитування капітальних вкладень, що впроваджуються в комерційних банках, є надання коштів клієнтам для реалізації ними довгострокових широкомасштабних проєктів, шляхом повного або часткового викупу випусків промислових облігацій, емітованих цими клієнтами. Таку операцію називають **андеррайтингом**.

Відповідно до Закону України «Про банки та банківську діяльність», [1г] **андеррайтинг** – це купівля на первинному ринку цінних паперів з подальшим їх перепродажем інвесторам, або укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які інші цінні папери, що не були продані.

Впровадження андеррайтингу в комерційних банках сприяє розширенню інвестиційних операцій, розвитку ринку цінних паперів в Україні, просуванню цінних паперів українських підприємств на світові фінансові ринки.

Державний інвестиційний кредит – це сукупність кредитних відносин, в котрих кредитором виступає держава, а позичальником – підприємства, які належать до державної форми власності. Він надається на капітальні вкладення виробничого призначення шляхом надання бюджетних позик безпосередньо міністерствам та відомствам, іншим державним органам виконавчої влади для фінансування підприємствами, організаціями та об'єднаннями через банківські установи об'єктів, будівництво яких тільки починається на конкурсній основі, а також для фінансування раніше початих перспективних будов, технічного переоснащення та реконструкції діючих підприємств, які належать до державної власності, за пріоритетними напрямками економіки України.

Міжнародний інвестиційний кредит – це економічні відносини між державами, іноземними банками і фірмами з приводу фінансування інвестиційної діяльності на засадах повернення у певні строки та, зазвичай, з виплатою процента (детально ця форма інвестиційного кредиту розглядається в сьомому розділі роботи).

Однією з форм інвестиційного кредиту у товарній формі виступає **фінансовий лізинг** – це господарська операція фізичної або юридичної особи, яка передбачає, відповідно до договору фінансового лізингу (оренди), передавання орендарю майна, придбаного або виготовленого орендодавцем, а також усіх ризиків та винагород, пов'язаних із правом користування та володіння об'єктом лізингу. Лізинг вважається фінансовим, якщо об'єкт лізингу передається на строк, протягом якого амортизується не менше 75 % його первісної вартості, за нормами амортизації, а орендар зобов'язаний придбати об'єкт лізингу у власність протягом строку дії лізингового договору або у момент його закінчення за ціною, визначеною у такому договорі.

Основними ознаками, що характеризують фінансовий лізинг є те, що:

- ❖ лізингодавець придбаває майно не для власного користування, а спеціально для передавання його в лізинг;
- ❖ право вибору майна та його продавця належить користувачу (лізингоотримувачу);

- ❖ продавець майна знає, що майно спеціально купується для передавання його в лізинг;
- ❖ майно безпосередньо постачається користувачу та приймається ним в експлуатацію;
- ❖ об'єкт лізингу зараховується на баланс лізингоодержувача;
- ❖ претензії за якість майна, його комплектність та виправлення дефектів протягом гарантійного терміну лізингоотримувач спрямовує безпосередньо продавцю майна;
- ❖ ризик випадкової загибелі та пошкодження майна переходить до лізингоотримувача після підписання акту приймання-передачі майна в експлуатацію.

Об'єктами лізингу є елементи активної частини основних фондів. В лізинг може передаватися майже будь-який об'єкт, якщо він не знищується у виробничому циклі. Залежно від характеру об'єкта лізингу розрізняють лізинг рухомого майна (машинно-технічний лізинг) та лізинг нерухомого майна.

Об'єктами рухомого майна лізингу є: транспортні засоби (вантажні та легкові автомобілі, літаки, гелікоптери, морські суди); будівельна техніка; верстати; обчислювальна техніка; інше виробниче обладнання, механізми та пристрої.

Об'єктами лізингу нерухомого майна є будівлі та споруди виробничого призначення.

Суб'єктами (учасниками) фінансового лізингу є:

1) власник майна, що надає об'єкт лізингу в користування на умовах лізингової угоди (лізингодавець). В його особі можуть виступати:

- ❖ установи банків, у статуті якого зазначений цей вид діяльності;
- ❖ фінансова компанія, створена спеціально для здійснення лізингових операцій, основною та фактично єдиною функцією якої є сплата майна, тобто фінансування угоди;

❖ спеціалізована лізингова компанія, яка в доповнення до фінансового забезпечення угоди бере на себе весь комплекс послуг не фінансового характеру (утримання та ремонт майна, заміна зношених частин, консультації з його використання тощо);

❖ будь-яка інша організація, для якої лізинг не профілююча, але і не заборонена статутом сфера діяльності, і яка має достатні фінансові кошти для проведення лізингових операцій.

2) користувач майна – лізингоодержувач, яким може бути будь-яка юридична особа незалежно від форм власності: державне, приватне чи колективне.

3) продавець майна лізингодавцю (постачальник) – виробник обладнання, що передається в лізинг, або підприємство торгівлі.

Крім зазначених суб'єктів, у лізингових операціях можуть бути задіяні й інші учасники:

- *страхові компанії*, які забезпечують захист майнових та фінансових прав лізингодавців, лізингоотримувачів та виробників;

- *комерційні банки*, що кредитують лізингодавця, або виступають гарантами лізингових операцій;
- *інші фінансові установи*, які акумулюють грошові кошти з метою інвестування їх у перспективні лізингові проекти;
- *консалтингові фірми*, що допомагають лізингоотримувачу отримувати якісні консультаційні послуги, тобто бути обізнаним у сфері лізингового бізнесу.

Використовуючи механізм фінансового лізингу, підприємства мають можливість заощадити значні оборотні кошти, необхідні для закупівлі основних засобів.

Державне (бюджетне) фінансування інвестиційних проектів має державні інвестиції в основні об'єкти економічного і соціального розвитку. Фінансування капітальних вкладень із бюджету за умов ринку має свої особливості. Держава втручається в процес фінансово-кредитного забезпечення капітальних вкладень державних підприємств. Поряд із бюджетними коштами, залучаються також іноземні джерела інвестиційного фінансування, як з боку іноземних держав, так і з боку міжнародних і приватних вітчизняних комерційних банків і кредитних установ.

Державне фінансування інвестиційних проектів характеризується специфічними формам надання бюджетних асигнувань та базується на відповідних принципах:

I. Принцип отримання максимального ефекту від використання бюджетних ресурсів, що передбачає нормування відповідних затрат, а також мінімізацію державних витрат щодо отриманого результату. Ефект може бути виражений, з одного боку, у вирішенні різних завдань соціально-економічного розвитку держави, а з іншого – у збільшенні ресурсів бюджетного фонду за рахунок зростання доходів отримувачів бюджетних асигнувань. Практична реалізація щодо принципу базується на використанні програмного методу управління бюджетними витратами (тобто виділення коштів під конкретну програму), переході на контрактно-конкурсну систему надання бюджетних асигнувань, використанні, поряд із безповоротним фінансуванням, бюджетного кредитування підприємств і організацій. На відміну від бюджетного фінансування, бюджетні кредити надаються юридичним особам для реалізації високоефективних проектів на поворотній і платній основі, однак відсотки по них значно нижчі, ніж по банківським кредитам. Це дозволяє вирішувати важливі програми економічного розвитку, відповідає інтересам суб'єктів господарювання, завданням фінансової стабілізації і корекції бюджетної політики.

II. Принцип цільового характеру використання бюджетних ресурсів означає, що надання бюджетних коштів здійснюється відповідно до їхнього цільового призначення згідно затвердженого бюджету. Цей принцип також сприяє підвищенню ефективності бюджетних витрат.

III. **Принцип поєднання власних, кредитних та бюджетних джерел** – при визначенні обсягу фінансування інвестиційного проекту враховується наявність власних коштів, можливості одержання банківського кредиту і лише тоді, коли неможливо покрити витрати із зазначених джерел, вирішується питання про бюджетне або відомче фінансування.

IV. **Принцип надання бюджетних коштів з урахуванням виконання виробничих та інших показників діяльності й з урахуванням фактичного використання раніше наданих ресурсів.** Прив'язка бюджетного фінансування до конкретних результатів діяльності підприємств та організацій дозволяє здійснювати фінансовий контроль за виробництвом товарів та наданням послуг у тих сферах діяльності, що фінансуються із бюджету.

V. **Принцип безповоротності та безвідплатності основної частини бюджетних асигнувань** – це надання коштів без прямого їх відшкодування. Хоча має місце непряме відшкодування, що полягає у прирості основних фондів, перспективній підготовці кадрів тощо.

Досвід провідних європейських країн показує, що на період трансформації економіки державі належить вирішальна роль у фінансуванні конкретних загальнодержавних структуроутворюючих інвестиційних програм. Надзвичайно актуальним стає питання якісної оцінки та контролю державних інвестицій у державний сектор.

Надання бюджетних коштів на фінансування інвестиційних проектів здійснюється у таких формах:

- кошторисне бюджетне інвестування окремих державних програм та проектів;
- бюджетне кредитування юридичних осіб (у тому числі податкових інвестиційних кредитів на сплату податків);
- субвенцій і субсидій фізичним і юридичним особам;
- бюджетних інвестицій у статутні капітали діючих або новостворюваних юридичних осіб;
- бюджетних позик державним позабюджетним фондам;
- міжбюджетних трансфертів (дотацій вирівнювання, субвенцій, інших дотацій) тощо.

Очевидно, що всі ці форми державного втручання в інвестиційну сферу визначаються економічними умовами, зі змінами яких змінюються як форми бюджетного фінансування, так і методи їх застосування.

Основним державним джерелом фінансування інвестиційних проектів є кошти Державного бюджету України; кошти місцевих бюджетів і кошти бюджету Автономної Республіки Крим у вигляді **капітальних видатків**.

З погляду предметної спрямованості, капітальні видатки бюджету, що мають інвестиційну спрямованість, поділяються на: фінансування фундаментальних та прикладних наукових досліджень; фінансування галузей економіки; фінансування соціально-культурних закладів і заходів; фінансування міжнародної діяльності; інші витрати і виплати.

Такі видатки пов'язані з інвестуванням бюджетних коштів в основні фонди і нематеріальні активи, зі створенням державних запасів і резервів, та містять затрати на нове будівництво і розвиток діючих об'єктів державної власності (їх розширення, реконструкцію і технічне переоснащення), інвестиційні субсидії, довгострокові бюджетні кредити і державні гарантії інвесторам, що фінансують високоефективні інвестиційні проекти. Сукупність цих видатків формує бюджет розвитку України.

Інвестиційні проекти, що передбачають залучення коштів державного бюджету мають пройти конкурсний відбір.

Відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України від 25 листопада 1999 року, із змінами та доповненнями, внесеними постановами Кабінету Міністрів України від 14 березня 2001 року № 241 та від 15 лютого 2002 року № 158 «Про порядок проведення на конкурсних засадах оцінки та відбору інвестиційних проектів, що передбачають залучення коштів державного бюджету», Міністерство економіки України розробило «Положення про оцінку та конкурсний відбір запропонованих міністерствами, іншими центральними органами та місцевими органами виконавчої влади інвестиційних проектів, що передбачають залучення коштів державного бюджету та створення відповідної Комісії Мінекономіки» [15].

У цьому Положенні визначаються пріоритети відбору інвестиційних проектів, а також критерії оцінки та відбору інвестиційних проектів виробничого та невиробничого призначення, що передбачають залучення коштів державного бюджету.

За рахунок коштів державного бюджету можуть також частково відшкодовуватися відсоткові ставки за кредити, надані комерційними банками на фінансування інвестиційних проектів. Такий порядок регламентується Постановою Кабінету Міністрів України від 29 січня 2002 року № 101 «Про затвердження Порядку конкурсного відбору інвестиційних проектів, що реалізуються за рахунок кредитів комерційних банків з частковим відшкодуванням відсоткових ставок».

Відшкодування відсоткових ставок провадиться за рахунок коштів державного бюджету за кредитами, що залучаються підприємствами для реалізації інвестиційних проектів на конкурсних засадах, у межах бюджетних програм, передбачених Законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та з урахуванням пріоритетів, визначених, згідно з Програмою дій Кабінету Міністрів України, Державною програмою соціально-економічного розвитку на відповідний рік та іншими нормативно-правовими актами України.

Найважливішою формою державного фінансування інвестиційних проектів є *державний інвестиційний кредит*, обсяги та напрями якого визначаються державною політикою.

Велике значення у стимулюванні розвитку виробництва та зайнятості мають кошти, що надаються державою за рахунок *бюджетних або позабю-*

джетних фондів. За їх допомогою забезпечується прискорений розвиток відповідних регіонів або необхідних напрямів економіки на тій чи іншій території.

Такі фонди фінансових ресурсів мають цільове призначення, є самостійною ланкою фінансової системи і входять до складу державних фінансів. Основним централізованим фондом грошових коштів держави є бюджет. Кошти бюджету знеособлені і забезпечують реалізацію функцій держави. Разом із тим, у держави можуть бути певні потреби, які мають особливе значення і потребують гарантованого фінансового забезпечення. Це і є причиною формування фондів цільового призначення.

Державні цільові фонди – це форма перерозподілу та використання фінансових ресурсів, що залучаються державою для фінансування деяких суспільних потреб. Через цільові державні фонди можливо:

- впливати на процес виробництва через фінансування, субсидування та кредитування підприємств;
- забезпечувати природоохоронні заходи, фінансуючи їх за рахунок спеціально визначених джерел і штрафів за забруднення навколишнього середовища;
- надавати соціальні послуги населенню через виплату пенсій, соціальну допомогу, субсидування соціальної інфраструктури загалом.

Залежно від цільового призначення державні фонди поділяються на *економічні* і *соціальні*, а відповідно до рівня управління – на *державні* та *регіональні*. Цільові фонди можуть бути постійними та тимчасовими. Створення постійних фондів пов'язане з вирішенням окремих функцій держави. Зокрема, в реалізації соціальної функції особлива увага приділяється соціальному страхуванню. У процесі створення системи самостійних соціальних фондів ставилося завдання «розвантажити» бюджет від значної частки соціальних видатків і забезпечити їх автономне гарантоване фінансування. Тимчасові фонди формуються з метою прискореного вирішення актуальних проблем і припиняють своє функціонування після виконання покладених на них завдань. Для втілення певних економічних програм можуть створюватися позабюджетні фонди як у межах держави, так і на міжнародному рівні. Так, країни Євросоюзу створюють фонди надання допомоги країнам Східної Європи.

Надходження з державних цільових фондів за своїм змістом ідентичні бюджетним асигнуванням. Вони здійснюються у формі державних інвестицій і субсидій. Ці надані ресурси мають цільовий характер, що впливає із сутності цих фондів.

Фінансування інвестиційних проектів здійснюється і шляхом надання **державних субсидій**. Основним джерелом при такому методі є кошти державного та місцевого бюджетів, а також кошти централізованих державних фондів. Інвестиційні проекти, які передбачають залучення цих коштів, обираються на конкурсній основі і мають відповідати стратегії економічного і

соціального розвитку та пріоритетним напрямом структурної перебудови економіки. Перевага надається інвестиційним проектам у паливно-енергетичному комплексі, машинобудуванні, соціальній сфері, агропромисловому комплексі, а також на подолання наслідків Чорнобильської катастрофи.

У загальному розумінні *субсидування* – це неповернене фінансування, тобто надання грошових коштів та інших постійних та поточних активів на засадах неповернення.

До субсидій у вузькому значенні належать трансферти підприємствам з боку держави (у грошовій формі або у вигляді послуг, що мають грошову оцінку) на фінансування поточних витрат. До субсидій у широкому значенні належать всі форми втручання держави в економічну діяльність, унаслідок яких змінюються ціни на товари або фактор виробництва, а отже – і умови конкуренції на користь окремих підприємств або сфер економічної діяльності. Тобто субсидією вважається будь-яка виплата держави на користь суб'єкта підприємницької діяльності, якщо ця виплата обмежується певною галуззю, певною метою економічної політики, певним регіоном, певним виробничим фактором. В умовах ринкової економіки до субсидій у широкому значенні також належать трансферти, що мають характер субсидій. Це платежі домогосподарствам і приватним організаціям, які суттєво впливають на структуру економіки.

Розрізняють такі види субсидування, як: дотації, гранти, субвенції, спонсорська або донорська допомога.

Фінансування шляхом надання *дотацій* – це спосіб підтримки будь-яких проектів урядом чи місцевими органами влади. Зазвичай, дотуються соціально важливі програми та проекти, природоохоронні та ресурсозберігаючі технології. Дотації надаються на фінансування тільки частини інвестиційного проекту, а частка державних інвестицій, зазвичай не перевищує 50 %. У ряду випадків, надаючи певну дотацію, держава виступає умови, щоб решта була профінансована приватним капіталом, та контролює цільове використання коштів. Існують також експортні дотації, які надаються з державного бюджету з метою заохочення вивозу товарів. У цьому випадку встановлюються різноманітні податкові та митні пільги.

Гранти – близькі за змістом до дотацій. Відмінність полягає у тому, що їх розміри порівняно невеликі, вони можуть надаватися на фінансування проекту загалом, які мають переважно інноваційний або соціальний характер. Звітність про їх виконання має більш суворий характер, підлягає аудиторським перевіркам, а іноді призначаються менеджери, які стежать за повним виконанням умов договору гранту.

Субвенції, на відміну від дотацій та грантів, надаються урядом місцевим органам влади та мають цільове призначення. У випадках порушення цих умов підлягають поверненню. Ініціатором субвенцій виступають місцеві органи влади.

Очевидно, що всі ці форми державного втручання в економіку визначаються економічними умовами, зі змінами яких змінюються як форми бюджетного фінансування, так і форми їх застосування.

Змішане фінансування – базується на комбінаціях різних методів фінансування інвестиційних проектів, і тому може бути використаним для фінансування будь-яких інвестиційних проектів.

8.3. ОЦІНКА ВАРТОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ

У прийнятті рішення про залучення джерел для фінансування інвестиційних проектів важливу роль відіграє визначення вартості інвестиційних ресурсів, або капіталу, що інвестується.

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. Наприклад, якщо сподівані надходження та грошовий потік мінливі, заборгованість висока, а підприємство немає міцної фінансової репутації, інвестори купуватимуть його акції тільки тоді, коли їх ризик буде компенсований високими доходами. І навпаки, постійно зростаючі доходи, низька заборгованість і гарна фінансова репутація дають змогу фірмі випустити облігації та акції з низькими витратами.

Крім рівня дохідності та ризику, на вартість інвестиційного капіталу впливає і те, які джерела фінансування залучаються для реалізації інвестицій, бо ціна власних (прибутку), боргових (банківські позички, емісія облігацій) та залучених (емісія привілейованих та звичайних акцій) ресурсів різна.

Далі розглянемо механізми формування ціни на кожен вид інвестиційних ресурсів окремо.

Вартість капіталу від залучення боргових ресурсів.

У процесі інвестиційної діяльності підприємство часто використовує боргові кошти. 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.

Крім того, на вартість боргового капіталу впливають такі фактори, як:

- зміна процентів за депозитами;
- офіційно оголошений індекс інфляції;
- можливості одержання довгострокового інвестиційного кредиту в інших фінансово-кредитних установах на більш вигідних умовах;

- урахування кредитором характеру партнерських взаємовідносин із позичальником (фінансового стану, кредитної історії, тривалості та міцності зв'язків), альтернативних варіантів вкладення (інвестування) коштів в інші активи з метою одержання максимального доходу; можливого ризику кредитування, особливо інноваційних проектів;
- витрати з оформлення позики та проведення моніторингу;
- розмір, строк та механізм погашення боргу та інші фактори.

Останнім часом банки зобов'язані в кредитному договорі зазначити **сукупну вартість кредиту** з урахуванням процентної ставки за ним, вартості всіх супутніх послуг та інших фінансових зобов'язань споживача, які пов'язані з отриманням, обслуговуванням і погашенням кредиту (на користь третіх осіб – страховиків, оцінювачів, реєстраторів, нотаріусів тощо), а також зазначити її в процентному значенні та в грошовому виразі у валюті платежу за кредитним договором, у вигляді реальної процентної ставки (у річних відсотках) (d), яка точно дисконтує всі майбутні грошові платежі споживача за кредитом до чистої суми виданого кредиту.

Розрахунок значення реальної процентної ставки здійснюється з використанням такої формули:

$$\text{ЧСК} = \sum_{t=1}^n \frac{K_t}{(1+d)^t}, \quad (8.15)$$

де ЧСК – чиста сума кредиту, наданого позичальнику;

d – реальна процента ставка;

t – 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. До неї входять: платежі в погашення основного боргу; відсотки за користування ним; комісії на користь банку; платежі на користь третіх осіб, які сплачуються відповідно до отриманого кредиту та пов'язані з обслуговуванням і погашенням кредиту.

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 (8.16):

$$\text{EAR} = (1+r/m)^m - 1, \quad (8.16)$$

де EAR – ефективна річна ставка за кредит;

r – річна ставка відсотку за кредит, коефіцієнт;

n – кількість періодів (років);

m – кількість нарахувань у році за ставкою відсотку r/m ;

Приклад. Є два варіанти залучення боргових коштів на фінансування інвестиційного проекту. За варіантом А – нарахування здійснюється щомі-

сячно за ставкою 24 % річних, а за варіантом В – щоквартально за ставкою 28 % річних. Визначити кращий варіант для підприємства.

Варіант А: $EAR = (1 + 0,24/12)^{12} - 1 = 1,268 - 1 = 0,268$ (26,8 %)

Варіант В: $EAR = (1 + 0,28/4)^4 - 1 = 1,3108 - 1 = 0,3108$ (31,08 %)

Таким чином, за варіантом В ефективна ставка відсотку вища, отже для підприємства краще залучати кошти за першим варіантом.

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

$$K_b = \frac{C_b}{F \cdot (1 - V)}, \quad (8.17)$$

де K_b – вартість капіталу від розміщення облигацій;

C_b – річний купон на випуск нових облигацій;

F – номінальна вартість облигацій;

V – витрати на випуск облигацій, питома вага у коефіцієнтах до номінальної вартості облигацій.

У зв'язку з тим, що відсотки за кредит та за облигаціями входять до собівартості продукції, тобто утримуються до оподаткування, то вартість боргового капіталу має враховувати ставку податку. Формула розрахунку вартості облигацій тоді матиме такий вигляд:

$$K_b = K_b \cdot (1 - \text{tax}), \quad (8.18)$$

де tax – ставка податку на прибуток.

Наприклад, дохідність боргового капіталу становить 12 %. Тоді випущені облигації, або наданий кредит у розмірі 1000 грн будуть приносити щорічно (1000 грн \times 12 % = 120 грн). Якщо ставка податку становить 25 %, то витрати в 120 грн на виплату відсотків будуть означати економію в податках в розмірі – 30 грн. При цьому витрати на виплату відсотків після сплати податків становитимуть 120 – 30 = 90 грн. Таким чином, вартість боргового капіталу після сплати податків становитиме – 90/1000 = 0,09 (9 %), або $(1 - 0,25) \cdot 12 \% = 9 \%$.

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:

$$K_p = \frac{P}{P_s \cdot (1 - V)}, \quad (8.19)$$

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.

На відміну від облігацій, поправка на податки не здійснюється, бо дивіденди від привілейованих акцій сплачуються після того, як корпорація сплатить податок на прибуток. Таким чином, фірма бере на себе всі ринкові витрати фінансування привілейованих акцій.

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:

$$K_s = \frac{P}{P_s \cdot (1 - V)} + G, \quad (8.20)$$

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 β . Цей показник працює таким чином:

➤ $\beta = 0$, якщо активи компанії безризикові;

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

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

➤ $\beta > 1$, якщо активи підприємства мають велику міру ризику.

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

$$K_s = i + (R_m - i)\beta_s, \quad (8.21)$$

де K_s – вартість капіталу від емісії простих акцій;

i – показник дохідності для без ризикових вкладень капіталу;

R_m – середній по ринку рівень дохідності;

β_s – фактор ризику активів.

Наприклад, підприємство А – відносно стабільна компанія зі значенням $\beta = 0,4$. Відсоткова ставка за безризиковими інвестиціями становить – 5 %, а середня на фондовому ринку – 11 %. Таким чином вартість капіталу від розміщення простих акцій за МОКА становитиме:

$$K_s = 0,05 + (0,11 - 0,05) 0,4 = 0,074 \text{ (7,4 \%)}$$

Основною проблемою в визначенні вартості капіталу від простих акцій за МОКА є те, що важко визначити, якою буде безпечна ставка дохідності в певний час та як правильно визначити фактор ризику β . Тому, ця методика може використовуватися як контроль результатів звичайного способу визначення вартості капіталу K_s .

Модель вартості капіталу за рахунок нерозподілених прибутків.

Нерозподілені прибутки – це джерело внутрішнього походження. Коли з чистого доходу вираховують дивіденди, кошти, що залишаються, зазвичай, реінвестуються у виробництво. З нерозподіленими прибутками не пов'язані ніякі витрати на випуск цінних паперів. Проте вони пов'язані з вартістю капіталу. Причиною є те, що альтернативою нерозподіленим прибуткам, коли треба залучати капітал, був би випуск додаткових простих акцій. Отже, та сама вартість капіталу, що має відношення до простих акцій, належать і до нерозподілених прибутків. Крім того, власники акцій є власниками фірми. Коли частина прибутків залишається у фірмі, замість того, щоб бути розподіленою на дивіденди, власники акцій вважають, що отримані кошти дадуть потім необхідну ринкову дохідність простих акцій. Ця необхідна ринкова ставка доходу і є вартістю від простих акцій.

З огляду на те, що нерозподілені прибутки залишаються після сплати податків, врахування ставки податку непотрібно.

Таким чином, формула розрахунку вартості капіталу за рахунок нерозподілених прибутків буде мати такий вигляд:

$$K_s = \frac{P}{P_s} + G, \quad (8.22)$$

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.

Вартість капіталу за рахунок нерозподілених прибутків взагалі трохи нижча, ніж вартість капіталу від щойно випущених звичайних акцій, але вища, ніж вартість капіталу від облігацій або привілейованих акцій.

Загалом, вартість залученого капіталу для фірми – незалежно від того, які цінні папери випускаються, показує щорічні платежі фірми інвесторам відповідно до їх інвестицій. Вартість капіталу від облігацій менша за вартість капіталу від простих акцій, передусім, тому, що у разі неплатоспроможності кредиторам гроші сплачуються першочергово. Інвестори, що купують боргові зобов'язання фірми, ризикують менше, ніж власники акцій. Крім того, дивіденди на прості акції, на відміну від процентів за борги, підлягають оподаткуванню.

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.

Середньозважена вартість капіталу є відносним значенням, тому вона виражена у відсотках та розраховується як середнє значення з необхідної прибутковості за різними джерелами фінансування, а питомаю вагою є частки кожного джерела фінансування інвестицій. На неї впливає як вартість окремих видів залучених капіталів, так і їх частки в структурі капіталу для фінансування проекту.

$$WACC = K_b \times (1 - tax) \times \left(\frac{B}{B+P+S} \right) + K_p \times \left(\frac{P}{B+P+S} \right) + K_s \times \left(\frac{S}{B+P+S} \right), \quad (8.23)$$

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.

Приклад. Визначити ціну капіталу за даними таблиці 8.5., якщо ставка податку на прибуток становить 25 %.

$$WACC = 0,028 \cdot 0,152 + 0,089 \cdot 0,121 + 0,421 \cdot 0,165 + 0,403 (1 - 0,25) \cdot 0,195 + 0,059(1 - 0,25) \cdot 0,186 = 0,0043 + 0,011 + 0,069 + 0,059 + 0,008 = 0,1513 (15,13 \%).$$

Оскільки усі витрати підприємства з виплати доходу всім власникам залучених інвестованих коштів до загальної суми інвестованих коштів становлять 15,13 %, то це означає, що підприємство може приймати інвестиційне рішення, очікувана рентабельність якого повинна бути не нижче 15,13 %.

Таблиця 8.5.

| Джерела коштів | Частка (d) , % | Необхідна прибутковість (ціна джерела), % |
|-------------------------|----------------|---|
| Нерозподілений прибуток | 2,8 | 15,2 |
| Привілейовані акції | 8,9 | 12,1 |
| Звичайні акції | 42,1 | 16,5 |
| Банківські кредити | 40,3 | 19,5 (1 - 0,25) |
| Облігаційна позика | 5,9 | 18,6 (1 - 0,25) |
| Разом | 100,00 | - |

У процесі визначення середньозваженої вартості капіталу варто пам'ятати, що коли вираховується значення цього показника, краще використовувати відповідні частки, обраховані на основі ринкових цін цінних

паперів. Обчислення процентних ставок в структурі капіталу на базі балансової вартості занижує питому вагу простих акцій, що спотворює реальне значення середньозваженої вартості капіталу. Крім того, хоч середньозважена вартість капіталу і використовується як міра для оцінки відносної переваги окремих інвестицій, у багатьох випадках кожен проект слід аналізувати окремо. За потреби, ставка дисконту, що береться для визначення прибутковості проекту, має відображати власний специфічний ризик проекту, а не загальну середньозважену вартість капіталу.

Ціна інвестиційного капіталу не є постійним значенням, бо підприємству завжди необхідно залучати додаткові кошти фінансування інвестицій, що призводить до зміни структури капіталу та ціни окремих джерел. Ціна капіталу, яка визначається на основі прогнозних значень фінансових витрат, пов'язаних із забезпеченням необхідної структури джерел фінансування, і може базуватися на поточній інформації про стан фінансового ринку або на передбачуваних оцінках майбутніх змін умов надання капіталу, має назву *зваженої (маржинальної) граничної вартості капіталу (MCC)*.

Найбільш простий випадок, пов'язаний з використанням додаткових коштів, характеризується змінами в структурі капіталу і постійною ціною окремих його джерел. В цій ситуації *MCC* визначається за такою формулою:

$$MCC = \frac{k_b(I_b + \Delta I_b) + k_e(I_e + \Delta I_e) + k_p(I_p + \Delta I_p) + k_s(I_s + \Delta I_s)}{(I_b + \Delta I_b) + (I_e + \Delta I_e) + (I_p + \Delta I_p) + (I_s + \Delta I_s)}, \quad (8.24)$$

де k_b, k_e, k_p, k_s – відповідно ціна боргових коштів (b); нерозподіленого прибутку (e); привілейованих акцій (p); простих акцій (s), коефіцієнт;

I_b, I_e, I_p, I_s – обсяг фінансування, одержаний з відповідних джерел, у старій структурі капіталу, грн.;

$\Delta I_b, \Delta I_e, \Delta I_p, \Delta I_s$ – збільшення капіталу, який залучається з відповідних джерел, грн.

Якщо у результаті використання додаткових коштів фінансування змінюється не тільки структура капіталу, а й ціна окремих джерел, тоді варто визначати граничну ціну для кожного джерела фінансування. Наприклад, гранична ціна боргових коштів (*MCB*) визначатиметься за такою формулою:

$$MCB = \frac{k_{bn} \cdot I_{bn} - k_{b0} \cdot I_{b0}}{I_{bn} - I_{b0}}, \quad (8.25)$$

де k_{bn}, k_{b0} – ціна боргових коштів, відповідно в новій та старій структурі капіталу, коефіцієнт;

I_{bn}, I_{b0} – розмір боргу після і до залучення додаткових коштів, грн.

Гранична ціна інших джерел фінансування визначається аналогічно. Завершальним етапом є розрахунок узагальнюючого показника граничної ціни капіталу, який буде визначатися як сума усіх граничних цін джерел фінансування інвестованого капіталу:

$$MCC = d_{en} \cdot MCE + d_{dn} \cdot MCD + d_{pn} \cdot MCP + d_{sn} \cdot MCS, \quad (8.26)$$

де d_{en} , d_{dn} , d_{pn} , d_{sn} – частка відповідних джерел у новій структурі інвестиційного капіталу, коеф.;

MCC – гранична ціна інвестованого капіталу, коеф.;

MCP – гранична ціна привілейованих акцій компанії, коеф.;

MCS – гранична ціна реінвестованого прибутку, коеф.

Приклад. Фірма реалізує інвестиційний проект вартістю 20 000 грн. Структура інвестиційного капіталу така: 70 % формується за рахунок банківського кредиту та 30 % за рахунок емісії акцій. У процесі реалізації проекту до нього були внесені зміни, які вимагали додаткових інвестицій у розмірі 4500 грн. Керівництво фірми, знайшовши додаткові джерела фінансування вирішило зберегти первісну структуру капіталу. Однак, якщо у момент прийняття рішення про здійснення первісного проекту кредитори вимагали 18 %, а акціонери 15 %, то в цей момент кредит на фінансовому ринку коштує 20 %, а акціонери згодні придбати додаткові акції лише під обіцянку дивідендів на рівні 18 %, вважаючи, що саме такий рівень доходу вони могли б одержати, вклавши свої кошти в інші акції з тим самим рівнем ризику.

Розрахуємо показники середньозваженої вартості ($WACC$) для початкової структури інвестиційного капіталу та маржинальну вартість капіталу (MCC) для такої структури джерел фінансування проекту:

$$WACC = 0,7 \times 0,18 + 0,3 \times 0,15 = 0,171 \quad (17,1 \%)$$

$$MCC = 0,7 \times 0,20 + 0,3 \times 0,18 = 0,194 \quad (19,4 \%)$$

Таким чином, маржинальна вартість додаткових інвестицій складе 19,4 % до 17,1 % раніше залучених інвестицій. У цьому випадку, зростання вартості капіталу зумовлене загальним подорожчанням капіталу на ринку.

8.4. МЕТОДИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ

Важливою складовою стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства є побудова оптимальної структури джерел фінансування.

Оптимальна структура капіталу виражає таке співвідношення використання власного та позичкового капіталу, за якого забезпечується найефективніший взаємозв'язок між коефіцієнтами рентабельності власного капіталу та заборгованості, тобто максимізується ринкова вартість підприємства.

Процес оптимізації структури капіталу має здійснюватися у такій послідовності:

1. *Аналіз складу капіталу у динаміці за низку періодів (кварталів, років), а також тенденції зміни його структури.* При цьому розглядаються такі показники, як коефіцієнт фінансової незалежності, заборгованості, співвідношення між довгостроковими та короткостроковими зобов'язаннями. Далі вивчаються показники оборотності та рентабельності активів та власного капіталу.

2. *Оцінка основних факторів, що визначають структуру капіталу.* До них належать:

- ↪ галузеві особливості господарської діяльності;
- ↪ стадія життєвого циклу фірми (молоді компанії з конкурентноздатною продукцією можуть залучати для свого розвитку більше позичкового капіталу, а зрілі використовують, переважно, власні кошти);
- ↪ кон'юнктура товарного та фінансового ринків;
- ↪ рівень прибутковості поточної діяльності;
- ↪ податкове навантаження на компанію (частка податків, що сплачуються, у виручці прямих і непрямих від продажу – бруто);
- ↪ міра концентрації акціонерного капіталу (прагнення власників капіталу зберегти контрольний пакет акцій).

З урахуванням цих та інших чинників управління структурою капіталу передбачає вирішення двох основних завдань:

- а) встановити пропорції використання власного або зовнішнього капіталу;
- б) забезпечити (за необхідністю) залучення додаткового внутрішнього або зовнішнього капіталу.

3. *Оптимізація структури капіталу за критерієм прибутковості власного капіталу.*

4. *Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості (ціни).* Вона базується на попередній оцінці власного та залученого капіталу за різних умов його залучення й варіантних розрахунках середньозваженої вартості капіталу.

Найчастіше для вирішення проблем оптимізації структури капіталу використовують *ефект фінансового важеля (леверіджу).*

Структура капіталу, що інвестується пов'язана з співвідношенням боргу та власного капіталу. Чим більшу заборгованість, порівняно до власного капіталу, має фірма, тим вищий її фінансовий леверідж. Крім того, у тих випадках, коли ставка щорічних фінансових вигод від інвестицій, що здійснюються із залученням позичкових коштів, перевищує процент за кредит, леверідж є позитивним. Якщо дохідність з інвестицій не перевищує процент за позичковими коштами, леверідж є негативним. У випадках, коли, інвестиції приносять дохід, що дорівнює проценту за кредит, леверідж є нейтральним.

Властивість фінансового леверіджу (важело) полягає у тому, що виникає можливість використовувати капітал, взятий у борг під фіксований

відсоток, для інвестицій, які приносять прибуток більший за відсоток за кредит.

Фінансовий леверідж має вплив на використання боргових цінних паперів для фінансування інвестицій. Він визначається співвідношенням між *доходом до вирахування процентів за кредит та податків* (ДВКП) та *доходом на акцію* (ДНА):

$$\text{Рівень фінансового леверіджу} = \frac{\text{ДВКП}}{\text{ДВКП - відсотки за борг}} \quad (8.27)$$

Коли фірма бере в борг, вона зобов'язується сплатити проценти і у майбутньому погасити основну суму боргу. Ці проценти вираховуються з оподаткованого доходу, отже інвестори отримують більше доходу.

Таким чином, чим більше боргів має фірма у структурі свого капіталу, тим вищий фінансовий ризик. Це означає, що, незалежно від рівня доходу від своїх операцій, фірма повинна продовжувати сплату фіксованих процентних платежів і основної суми боргу, коли настає термін погашення. Отож, чим більше фірма бере у борг, тим більше у неї фіксованих фінансових витрат і тим вища небезпека неспроможності покрити ці періодичні фіксовані платежі. У випадку, коли борги зростають, зростають і відсоткові платежі. Та попри те, що вони забезпечують фінансовий леверідж, однак зростає ризик, що проценти за позички стануть дуже високими щодо ДВКП.

Якщо у період загального спаду економічної активності підприємство скорочує свої операції, її ДВКП теж знижується, що збільшує можливість несплати відсотків за рахунок прибутків підприємства.

Таким чином, варто запам'ятати, що фінансовий леверідж може бути вигідний у період загального підйому інвестиційної активності, але в період спаду може принести втрати через зростання ризиків.

Зростаюча заборгованість може спричинити підвищення мінливості ДНА. Отже, переваги фінансового леверіджу слід порівнювати зі зростаючим фінансовим ризиком неплатоспроможності. Настає момент, коли приріст витрат на відсотки за кредит з урахуванням поправок на оподаткування перевищує виграш фірми від фінансового леверіджу.

Враховуючи зазначене вище, підприємству слід вміти правильно обирати потрібну структуру капіталу для ефективної реалізації інвестиційного проекту.

Оскільки структура капіталу впливає на ризик, дохід на акцію (ДНА) та фінансовий стан фірми, тому менеджери повинні повсякденно враховувати вплив змін у структурі капіталу.

Фінансування за рахунок боргів – це добре, але до певної межі. Переваги фінансового леверіджу зникають у фірм, які мають у структурі капіталу занадто високу частку боргів. Забагато боргів посилює ризик і підвищує

потенціальну загрозу неплатоспроможності. Надмірне фінансування за рахунок випуску акцій – теж не краща політика. Вона повністю позбавляє фірму переваг, які дає фінансовий леверідж, а середньозважена вартість капіталу (*WACC*) стає занадто високою.

Більше того, у деяких випадках випуск надмірної кількості простих акцій може призвести до втрати контролю під час голосування акціонерів. Як наслідок – незбалансованість у структурі капіталу (або дуже багато боргів, або дуже багато акцій) може зашкодити позиції фірми на ринку.

Таким чином, головна мета фінансових менеджерів – обрати таку структуру капіталу, яка за найнижчої вартості капіталу допомагатиме підтримувати стабільні дивіденди та доходи, збагачуватиме акціонерів. Іншими словами, оптимальна структура капіталу має зводити до мінімуму *WACC* та, водночас, підтримувати кредитну репутацію фірми на рівні, що дозволяє залучати нові капітали для реалізації нових інвестиційних проектів на прийнятних умовах.

Вартість фірми визначається сумою боргів, а також чистого доходу, який капіталізується або дисконтується за необхідною ставкою доходу. Виходячи з цього, таблиця 8.6 показує, як змінюється вартість фірми, коли змінюється співвідношення (заборгованість фірми)/(загальний капітал фірми) (*B/K*), що має 300 000 грн загального капіталу фірми (борг плюс власний капітал) і ДВПП 100 000 грн.

Таблиця 8.6.

Зміни вартості фірми за різних співвідношень (*B/K*), грн.

| Структура капіталу | Співвідношення (<i>B/K</i>) | | |
|---|-------------------------------|---------|---------|
| | 30 % | 50 % | 67 % |
| 1. Заборгованість (<i>B</i>) | 90 000 | 150 000 | 200 000 |
| 2. Власний капітал (<i>E</i>) | 210 000 | 150 000 | 100 000 |
| 3. Загальний капітал фірми | 300 000 | 300 000 | 300 000 |
| 4. Доходи до виплати процентів за кредит та податків (ДВКП) | 100 000 | 100 000 | 100 000 |
| 5. Відсотки за борги, 10% | 9 000 | 15 000 | 20 000 |
| 6. Доходи | 91 000 | 85 000 | 80 000 |
| 7. Доходи, капіталізовані під 12 % власного капіталу (ст. 6/0,12) | 758 330 | 708 330 | 666 670 |
| Вартість фірми (ст. 1 + ст. 7) | 848330 | 858330 | 866670 |

Якщо змінювати співвідношення боргу та власного капіталу без зміни загальних доходів фірми (ДВПП), то стане очевидним, що вартість фірми підвищується зі зростанням показника *B/K*. За боргу 67 % та акційного капіталу 33 %, вартість фірми становить 866 670 грн проти 848330 грн при співвідношенні 30/70.

Загалом, коли заборгованість фірми стрімко зростає, порівняно з власним капіталом фірми, інвестори схильні пов'язувати це із підвищеним фінансовим ризиком. А тому з майбутнім очікуваним доходом вони пов'язують вищу ставку дисконту. Своєю чергою, дисконтування будь-яких певних доходів сприятиме швидше зниженню вартості фірми. Це пов'язано з тим, що зростаючий ризик сплати порівняно вищих відсотків призводить до підвищення ставки капіталізації доходів від випуску простих акцій. Менеджери намагаються проводити фінансування так, щоб досягти оптимальної структури капіталу. Це зменшує *WACC* до найнижчого рівня і забезпечує фірмі максимальну вигоду від фінансового леверіджу.

До певної межі, зростання заборгованості, порівняно з власним капіталом, може призвести і до підвищення дохідності на акцію (ДНА). Але на певному рівні значення співвідношення В/К стане завеликим, а це значно ускладнить фірмі сплату її боргів. Це призведе до підвищення вартості капіталу, залученого від зовнішніх джерел, тримати акції стане ризикованіше.

Вплив фінансового леверіджу на дохід на акцію (ДНА) добре видний з таблиці 8.7. За того самого ДВКП, підвищення значення співвідношення В/К з 0 до 50 % збільшує ДНА з 7,5 грн до 13,5 грн.

Таблиця 8.7.

Фінансовий леверідж і дохід на акцію, грн.

| | Фірма А (В/К = 0) | Фірма Б (В/К=50 %*) |
|--|----------------------|------------------------|
| 1. ДВКП | 100 000 | 100 000 |
| 2. Сума боргу | 0 | 100 000 |
| 3. Відсотки за борг, 10% | 0 | 10 000 |
| 4. Дохід до відрахування податків (ст. 1- ст.2) | 100 000 | 90 000 |
| 5. Податок на прибуток, 25% | 25 000 | 22 500 |
| 6. Чистий дохід (ст. 3- ст.4) | 75 000 | 67 500 |
| 7. Випущені акції | 10 000 | 5 000 |
| 8. ДНА (дохід на акцію) (ст. 5/ ст. 6) | 7,5 | 13,5 |

Отже, ми з'ясували, що рівень фінансового леверіджу визначається приростом ДНА від певної зміни значення ДВКП, і цю взаємозалежність можна показати так:

$$\text{Рівень фінансового леверіджу} = \frac{\text{Зміна ДНА (\%)}}{\text{Зміна ДВКП (\%)}} \quad (8.28)$$

У фірми інвестують тому, що хочуть одержати більше доходів. Припускаємо, що, коли фірма інвестує кошти від щойно випущених нових облігацій, ДВКП зростає до 50 %, а ДНА подвоюється. За цих умов рівень фінансового леверіджу стає рівним – $100 \% / 50 \% = 2,00$.

Це означає, що за цієї фінансової структури фірми будь-яка зміна розміру ДВП у відсотковому значенні призводить до відповідної подвійної зміни ДНА у відсотковому значенні. Якщо враховувати рівень фінансового леверіджу фірми у певний момент, рівняння стає таким:

$$\text{Рівень фінансового леверіджу} = \frac{\text{ДВП}}{\text{ДВП} - \text{відсотки за борг}} \quad (8.29)$$

Наприклад, порівняємо рівень фінансового ліверіджу (РФЛ) для фірми А та фірми Б, представлених у таблиці 8.7.

$$\text{РФЛ}_A = 100\,000 \text{ грн} / 100\,000 \text{ грн} = 1,00$$

$$\text{РФЛ}_B = 100\,000 \text{ грн} / (100\,000 \text{ грн} - 10\,000 \text{ грн}) = 1,11$$

Таким чином, фірма Б має вищий рівень фінансового леверіджу, ніж фірма А. У фірми А немає боргів. Отже, будь-яка відносна зміна ДВКП призводить до такої ж відносної зміни чистого доходу.

Співвідношення В/К фірми Б становить 50 %. Якщо ДВКП фірми Б зростає на певний відсоток, то її чистий дохід відповідно зростає у 1,11 рази.

Загалом, чим вища заборгованість, тим вищий рівень фінансового леверіджу. Проте ліверідж працює в обох напрямках. Наприклад, коли рівень фінансового леверіджу має значення 2,00, зменшення ДВКП на 1 % зменшує ДНА на 2 %. Отож, чим вищий фінансовий леверідж, тим мінливішими стануть доходи на акцію, а фірма – більш ризикованою.

Таким чином, можна зробити висновок, що фінансовий леверідж призводить до підвищення вартості фірми. Коли заборгованість стає дуже високою у порівняно, з власним капіталом, то фінансовий ризик і шанси неплатоспроможності (неспроможність сплатити борги) зростають, тому, ймовірно, ринкова вартість фірми впаде. Мета підприємства – знайти такий рівень фінансового леверіджу (В/К), який не призводить до значних змін доходу на акцію фірми і не насторожує інвесторів щодо зростаючого ризику неплатоспроможності.

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

При визначенні оптимальної структури джерел фінансування інвестиційних проектів часто використовують співвідношення «рентабельність – фінансовий ризик» (λ), яке визначається за такою формулою:

$$\lambda = \frac{\text{ROE}}{\text{FR}} = \frac{(\text{P} - r \times \text{B}) \times (1 - \text{tax})}{\text{E}} + \frac{(r - r_f) \times \text{B}}{\text{B} + \text{E}}, \quad (8.30)$$

де P – річний розмір проектного прибутку до оподаткування і виплати відсотків;

B – розмір боргового капіталу, направлено на фінансування інвестицій;

E – розмір власного капіталу, направлено на фінансування інвестицій;

r – середня ставка відсотку по позикових коштах фінансування, коефіцієнт;

r_f – безрискова ставка рентабельності на фінансовому ринку, коефіцієнт;

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

При цьому вважається оптимальним варіант структури капіталу, в якому показник λ буде мати найбільше значення ($\lambda \rightarrow \text{max}$).

Також в оцінці оптимального варіанту структури інвестиційного капіталу, рекомендується додатково використовувати показник терміну окупності (PP), що розраховується за такою формулою:

$$PP = \frac{\text{IC}}{(\text{P} - r \times \text{B}) \times (1 - \text{tax})}, \quad (8.29.)$$

де IC – потреба в капіталі зі всіх джерел фінансування.

Розглянемо це на прикладі. За даними таблиці 8.8. визначимо найкращий варіант структури джерел фінансування інвестиційного проекту.

У ході оцінки оптимальної структури капіталу інвестиційного проекту необхідно дотримуватися таких етапів аналізу:

1. Оцінюється загальна потреба у капіталі, незалежно від можливих джерел фінансування (в цьому завданні 8750 тис. грн).
2. Визначається максимально можлива частка власного капіталу в загальному розмірі коштів, направлених на фінансування довгострокових інвестицій.
3. Розраховується показник «рентабельність – фінансовий ризик» для всіх варіантів структури інвестованого капіталу.
4. Розраховується швидкість повернення інвестованого капіталу.
5. У межах між найбільшою часткою власного капіталу та його нульовим рівнем в загальному обсязі коштів фінансування з використанням критеріїв максимуму показника λ та мінімуму PP визначається оптимальна комбінація коштів, що надходять на фінансування довгострокових інвестицій з різних джерел.

Із таблиці видно, що найкраща структура джерел фінансування інвестиційного проекту – 20 % боргового капіталу та 80 % власного капіталу. При такій структурі рівень фінансового ризику найменший (0,02), строк окупності (1,9 роки), а отже показник λ має найбільше значення – 32,4.

Таблиця 8.8.

Оцінка оптимальної структури капіталу інвестиційного проекту

| Показники | Структура капіталу, % (ВК/ЕК) | | | | | | |
|---|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 0/100 | 20/80 | 40/60 | 50/50 | 60/40 | 80/20 | 100/0 |
| <i>Початкові дані для аналізу структури інвестиційного капіталу</i> | | | | | | | |
| 1. Потреба в капіталі з усіх джерел фінансування, тис. грн. | 8 750 | 8 750 | 8 750 | 8 750 | 8 750 | 8 750 | 8 750 |
| 2. Розмір власного капіталу, спрямованого на фінансування інвестицій, тис. грн. | 8 750 | 7000 | 5250 | 4375 | 3500 | 1750 | - |
| 3. Розмір позичкового капіталу, спрямованого на фінансування інвестицій, тис. грн. | - | 1750 | 3500 | 4375 | 5250 | 7000 | 8750 |
| 4. Безрискова ставка рентабельності на фінансовому ринку, коеф. | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| 5. Середня ставка відсотку за позичкові кошти фінансування, коеф. | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| 6. Річна розмір проектного прибутку до оподаткування і виплати відсотків, тис. грн. | 6400 | 6400 | 6400 | 6400 | 6400 | 6400 | 6400 |
| 7. Ставки податку та інших відрахувань з прибутку, коеф. | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| 8. Чистий прибуток [ст. 6 – ст. 5 х ст. 3]x[1 – ст.7] | 4800 | 4538 | 4275 | 4144 | 4013 | 3750 | 3488 |
| <i>Аналітичні показники</i> | | | | | | | |
| 9. Рентабельність власного капіталу [(ст. 6 – ст.5 х ст. 3)×[1 – ст. 7] /стр. 2), коеф. | 0,549 | 0,648 | 0,81 | 0,95 | 1,15 | 2,14 | 0 |
| 10. Рівень фінансового ризику [(ст. 5 – ст. 4) х ст. 3] / ст.1, коеф. | 0 | 0,02 | 0,04 | 0,05 | 0,06 | 0,08 | 0,1 |
| 11. Показник співвідношення «рентабельність-фінансовий ризик» (стр.9/ст.10), коеф. | 0 | 32,4 | 20,25 | 19 | 19,2 | 26,75 | - |
| 12. Швидкість повернення інвестованого капіталу (термін окупності) ст.1/ [(ст. 6 – ст. 5 х ст. 3) × [1 – ст. 7)], років | 1,8 | 1,9 | 2 | 2,1 | 2,2 | 2,4 | 2,5 |

8.5. ФОРМУВАННЯ БЮДЖЕТУ КАПІТАЛЬНИХ ВКЛАДЕНЬ ТА ЙОГО ОПТИМІЗАЦІЯ

Ефективність реалізації будь-якого інвестиційного проекту визначає обґрунтований план фінансування. В інвестиційній діяльності такий план має назву «*бюджет реалізації інвестиційного проекту*» або «*капітальний бюджет*», який містить всі витрати та надходження коштів, пов'язаних з реалізацією проекту. Процес складання та управління фінансовим планом інвестиційного проекту прийнято називати *бюджетуванням інвестиційного проекту*.

Стрижневим питанням, яке вирішується при формуванні планів капітальних вкладень, є: реалізувати нові інвестиційні проекти або замінити (вдосконалити) існуючі елементи основного капіталу. У зв'язку з цим, капітальні бюджети складають при: розробці програм розвитку підприємства; оцінці ефективності об'єднання та поглинання; впровадженні принципово нових технологій та продуктів; інвестуванні у некомерційні об'єкти (охорона навколишнього середовища, безпека об'єкта тощо); активізації рекламних компаній та ін.

У процесі бюджетування інвестиційного проекту варто врахувати:

- ❖ відповідність інвестиційної пропозиції стратегічним цілям компанії;
- ❖ часовий фактор та вартість капіталу при розгляді проекту;
- ❖ співвідношення ризику та дохідності проекту;
- ❖ співвідношення інвестиційних витрат та вигод (прибутку) за проектом;
- ❖ максимальну вигоду від інвестиційної пропозиції;
- ❖ результати виконання робіт за проектом та зіставлення їх із початковими очікуваннями (у процесі моніторингу проекту);
- ❖ вплив проекту на фінансовий стан компанії;
- ❖ розрахунок можливого грошового потоку за весь життєвий цикл проекту тощо.

У великомасштабних проектах капіталовкладення можуть передбачатися на декілька років, а їх результати проявляються у довгостроковій перспективі (у вигляді притоку грошових коштів), що знаходить своє відображення у капітальному бюджеті. Тому нерідко виникає необхідність у розробці прогнозу стратегічного бюджету, що інтегрує елементи довгострокового планування інвестицій та бюджетного контролю. Він корисний у періоди невизначеності та нестабільності економічного середовища, що його оточує. У додатковому бюджеті передбачають фінансування заходів, які не були внесені до основного бюджету.

Бюджет капітальних вкладень залежить від:

- ↗ майбутніх інвестиційних можливостей;
- ↗ дохідності передбачених інвестицій;
- ↗ строку окупності інвестованих коштів;
- ↗ вибору моменту інвестування;

- ↪ рівня інвестиційних ризиків;
- ↪ фінансової стійкості забудовника – ініціатора проекту та його стану на ринку капіталу;
- ↪ технічного рівня виробництва підприємства-ініціатора проекту, наявність у нього незавершеного будівництва та невстановленого обладнання;
- ↪ грошово-кредитної політики держави тощо.

Процес бюджетування має ряд етапів: розгляд та затвердження ТЕО та кошторисної документації, розподіл відповідальності та повноважень, а також подальше супроводження (моніторинг) реалізації проекту. Якщо капіталовкладення перевищують встановлені межі (ліміти), то необхідно спеціальне затвердження керівництвом компанії. Проект, який не задовольняє очікуваним показникам або під впливом поточних обставин перестає бути необхідним, може бути призупиненим. Доцільно також призупинити проект, коли показник «прибуток/інвестиційні витрати» свідчить про його нежиттєздатність. Кошти капітального бюджету, що вивільняються, можуть бути направлені на реалізацію більш ефективних проектів.

Фінансовий менеджер інвестиційного проекту має скласти бюджет капітальних вкладень тільки після консультацій з інженерно-технічним персоналом певного підприємства. Не допускається придбання основних активів, якщо вони не передбачені капітальним бюджетом. Після детального вивчення інформації фінансовий менеджер разом із проектним менеджером складають та затверджують капітальний бюджет на наступний рік та організують контроль за його виконанням.

Вихідною інформацією для складання капітального бюджету є:

- оперативний (календарний) план реалізації проекту;
- загальна стратегія та тактика фінансування інвестиційного проекту;
- кошторис витрат на виконання окремих видів будівельно-монтажних робіт, розроблених у розрізі окремих функціональних блоків оперативного плану;
- попередній графік грошового потоку, який складається на основі ТЕО та бізнес-плану проекту;
- фінансовий стан ініціатора проекту у поточному періоді та прогноз на майбутнє.

Мета планування капітальних витрат – забезпечення реалізації проекту у передбачених будівельними нормами та правилами обсягах, строках та технології. Оскільки обсяг та структура капітальних вкладень попередньо обґрунтовується в ТЕО проекту, то розрахунки цих витрат у бюджеті на майбутній період (квартал, рік) зводяться до такого:

- 1) виділення із загальної маси капіталовкладень тієї частки, яка стоюється поточного періоду, що розглядається;
- 2) уточнення обсягу капітальних витрат поточного періоду, виходячи з вимог підрядника у зв'язку зі змінами у технології будівельно-монтажних робіт;

3) уточнення обсягу та структури капітальних вкладень через зміни цін у поточному періоді на будівельні матеріали, обладнання, транспортні послуги тощо;

4) уточнення початкового обсягу капіталовкладень з урахуванням фінансового резерву, передбаченого у договорі з підрядчиком на відшкодування непередбачених витрат.

Надходження коштів при розробці капітального бюджету містить приток грошових ресурсів у розрізі окремих джерел: власних, боргових та залучених. Тому процес розробки дохідного розділу бюджету повинен містити такі процедури:

→ уточнення обсягу надходження коштів, який має відповідати сумарним капітальним вкладенням;

→ уточнення джерел надходження коштів за структурою (внутрішні та зовнішні);

→ забезпечення відповідності за часом потоку інвестиційних ресурсів потоками капітальних витрат.

За строками планування капітальний бюджет поділяють на річний (з поквартальною розбивкою показників) та квартальний (з помісячним розподілом доходів та витрат).

Багато підприємств часто мають справу не з окремими проектами, а з інвестиційним портфелем, який складається з декількох проектів. Відбір та реалізація проектів з цього портфеля здійснюється також у рамках розробки бюджету капітальних вкладень. Інвестиційні проекти, що входять до портфеля, ранжують у капітальному бюджеті, виходячи зі стратегічної важливості для підприємства та прибутків, що вони генерують. При плануванні капітальних вкладень слід враховувати особливості галузі (сфери бізнесу) та характер діяльності підприємства. Контроль здійснюють шляхом порівняння бюджетних та фактичних параметрів капіталовкладень.

Теоретично до бюджету можна вносити всі проекти, що задовольняють критеріям відбору, прийнятим на певному підприємстві. На практиці завдання суттєво ускладнюється внаслідок урахування ряду вихідних передумов:

1) проекти можуть бути, як незалежними, так і альтернативними;

2) внесення наступного проекту до капітального бюджету передбачає пошук джерел його фінансування (власних та зовнішніх);

3) вартість капіталу (*capital costs, CC*), що використовується для оцінки проектів на предмет внесення їх до бюджету, може бути різною, бо залежить від рівня ризику, що генерується тим чи іншим проектом. Чим більший рівень ризику за проектом, тим вища і ціна капіталу, що залучається;

4) з ростом обсягу капіталовкладень ціна капіталу може підніматися (наприклад, внаслідок необхідності залучення позичкових коштів), тому кількість проектів, які приймаються до реалізації, обмежена інвестиційними можливостями підприємства;

5) існує ряд обмежень за ресурсними та часовими параметрами, які доцільно враховувати при складанні капітального бюджету. Деякі з обмежень враховувати у процесі бюджетування досить складно. Наприклад, це стосується врахування фактору взаємозалежності та заміщення, можливого дострокового припинення того чи іншого проекту, часової та просторової варіації інвестиційного ризику тощо.

У результаті, часто спрощують ситуацію, пов'язану з аналізом та оцінкою проектів через: використання єдиної ставки дисконтування, (наприклад, використавши середньозважену ставку вартості капіталу WACC); віднесення проектів до однакового класу ризиків; ігнорування різних строків проектів і т.п.

На практиці використовують два основних підходи до розробки бюджету капітальних вкладень: перший базується на критерії норми дохідності проекту (IRR), інший – на критерії чистої приведеної вартості проекту (NPV).

Зміст першого підходу такий: усі доступні проекти ранжують за зниженням IRR, далі їх відбирають для реалізації, враховуючи таке правило: внутрішня норма дохідності інвестицій має бути більшою від вартості інвестованого капіталу або $IRR > CC$.

Введення нового проекту до портфеля потребує додаткових джерел фінансування, і, передусім, власних коштів. На практиці можливості підприємства щодо мобілізації власних коштів обмежені. Тому розширення інвестиційного портфеля призводить до необхідності залучення зовнішніх джерел фінансування (переважно з ринку капіталу). Тим самим змінюється структура інвестованого капіталу за рахунок частки боргових коштів.

Підвищення фінансового ризику, за умови залучення боргових коштів у підприємства, призводить до збільшення ціни вкладеного у проект капіталу. Тому виникає дві протилежні ситуації: в міру розширення інвестиційного портфеля внутрішня норма дохідності проектів (IRR) зменшується, і навпаки, вартість інвестованого капіталу (CC) підвищується.

На практиці можлива ситуація, коли кількість проектів, введених до портфеля, велике, тоді можливий момент, за якого IRR наступного проекту стане нижче вартості капіталу. Тому вносити його до інвестиційного портфеля для підприємства є недоречним.

Для підтвердження цього можна скористатися графічним методом формування капіталу бюджету [5, С. 337]. З цієї метою будують два графіки: інвестиційних можливостей (*investment opportunity schedule, IOS*) та граничної ціни капіталу (*marginal cost of capital, MCC*), за допомогою яких обирають проекти для реалізації (див. рис. 8.6).

Графік інвестиційних можливостей (IOS) дає графічне уявлення про проекти, що оцінюються, розташовані у порядку зниження внутрішньої норми дохідності (IRR). Графік граничної вартості капіталу (MCC) показує графічне зображення ціни капіталу як функції обсягу, інвестиційних ресурсів, що мобілізуються. Перший графік – спадає, інший зростає.

Як свідчить графік, підприємство розглядає можливість внесення до портфеля п'яти незалежних проектів, з середнім рівнем ризику. За ціну джерела коштів обрана середньозважена вартість капіталу (WACC). Обмеження на обсяг капіталовкладень відсутні, тобто є можливість профінансувати ці проекти.

Виходячи з графіку, інвестиційні проекти № 1-2 можна профінансувати за рахунок власних засобів. Проте надалі доведеться залучати зовнішні (позикові) джерела. Зовнішні запозичення для реалізації ІП № 3-4 у сумі 20 (60 – 40) млн грн. супроводжуватимуться збільшенням ціни капіталу. Наприклад, банк може видати кредит в 20 млн грн. на умовах, які призведуть до зростання середньої вартості капіталу з 10 до 14 %. Якщо додаткові кошти необхідні, то процентна ставка за кредит зростає ще більше, оскільки збільшується фінансовий ризик у кредитора. Отже, якщо загальна потреба у капіталовкладеннях перевищує 60 млн грн., то середня вартість капіталу зростає, припустимо, до 16 %. У таких умовах проекти № 4-5 стануть неприйнятними, а бюджет капіталовкладень буде обмежений 50 млн грн., що достатньо для фінансування лише проектів № 1–3.

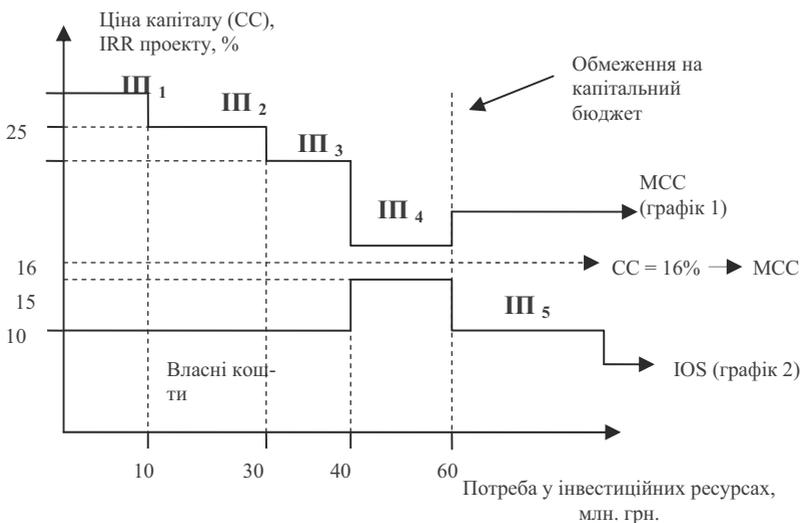


Рис. 8.6. Побудова капітального бюджету за допомогою графіків (IOS) та (MCC)

Точка перетину графіків (IOS) та (MCC) – 16 % характеризує граничну вартість. Її можна використовувати як ставку дисконтування для розрахунку чистої приведеної вартості проектів (NPV) при формуванні інвестиційного портфеля підприємства. В такому випадку значення цього показника використовують для оцінки мінімально допустимої прибутковості інвес-

тицій у проекти з середнім рівнем ризику. Для кожного одиничного проекту доцільно оперувати індивідуальною ціною капіталу (CC). Для оцінки прибутковості всього інвестиційного портфеля зручніше використовувати граничну вартість капіталу (MCC). Після визначення граничної ціни капіталу всіх проектів (на основі IRR) можна визначити сумарний NPV, такий, що генерується цим портфелем. У цьому полягає перевага першого методу (на основі критерію IRR), що використовується для розробки капітального бюджету.

Інший підхід до складання бюджету капіталовкладень базується на критерії чистої приведеної вартості (NPV). За відсутності будь-яких обмежень процедура розрахунку така:

- 1) встановлюють значення ставки дисконтування — загальне для всіх проектів або індивідуальне для кожного проекту (за ціною джерела фінансування);
- 2) визначають розмір чистої приведеної вартості проекту (NPV);
- 3) всі незалежні проекти (за наявності джерел покриття) з $NPV > 0$ вносять до інвестиційного портфеля;
- 4) з альтернативних проектів обирають проект з максимальним значенням NPV.

Якщо присутні обмеження тимчасового або ресурсного характеру, то методика розрахунку ускладнюється, оскільки виникає проблема оптимізації бюджету капіталовкладень.

Необхідність оптимізації капітального бюджету виникає у тому випадку, коли є декілька привабливих проектів, але існують ресурсні обмеження. У такому разі обирають проекти з максимальним сумарним значенням чистої приведеної вартості (NPV). Далі розглянемо найбільш типові ситуації, що вимагають оптимізації капіталовкладень.

Найбільш поширений варіант – *просторова оптимізація*. Під цією оптимізацією розуміють вирішення завдань, направлених на отримання максимального сумарного приросту капіталу за наявності ряду незалежних проектів, вартість яких вище грошових ресурсів, що є у інвестора. Умовами здійснення просторової оптимізації є:

- ↪ загальна сума інвестиційних ресурсів на конкретний період (рік) обмежена керівництвом підприємства;
- ↪ присутній набір незалежних проектів з сумарним обсягом капіталовкладень, що перевищує наявні у підприємства фінансові ресурси;
- ↪ необхідно скласти інвестиційний портфель, який максимізував би можливий приріст капіталу.

Найпростіше рішення – ввести до портфеля всі проекти, що мають максимальне значення NPV. Проте, якщо кількість таких проектів велика, а загальний капітальний бюджет обмежений, то скласти оптимальний портфель проблематично. Виходячи з того, чи піддаються дробленню конкуру-

ючі проекти, існують різні способи вирішення цього завдання. Розглянемо їх детальніше.

Найпростіша ситуація – проекти піддаються дробленню. При нагоді дроблення проектів передбачається реалізувати деякі з них в повному обсязі, а інші – частково. Щодо останніх приймається до розгляду відповідна частка інвестицій і грошових надходжень. Загальна сума капіталовкладень, направлена на реалізацію проектів, не може перевищувати затверджений керівництвом підприємства ліміт грошових ресурсів.

Послідовність дій інвестора така:

- 1) для кожного проекту встановлюють індекс прибутковості (PI);
- 2) проекти ранжують за мірою убування параметра PI;
- 3) до реалізації приймають перші n проектів, вартість яких у сумі не перевищує затверджений ліміт капіталовкладень;
- 4) черговий проект вносять до портфеля не в повному обсязі, а в сумі залишку коштів, у межах якого він може бути профінансований.

Наведемо конкретний приклад. Підприємство передбачає інвестувати 100 млн грн.; ціна джерел фінансування (СС) = 15 %. Розглядають чотири незалежні проекти з подальшими потоками платежів, табл. 8.9.:

Таблиця 8.9.

| | Проект 1 | | Проект 2 | | Проект 3 | | Проект 4 | |
|--|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|
| Інвестиції, млн. грн. | 50 | | 47 | | 65 | | 32 | |
| Грошові надходження за проектом, млн. грн., у тому числі за роками: | | Приведені за ставки 15 % |
| 1 - й | 26 | 22,61 | 16 | 13,91 | 32 | 27,83 | 18 | 16,13 |
| 2 - й | 20 | 15,12 | 16 | 12,10 | 24 | 18,15 | 15 | 11,34 |
| 3 - й | 24 | 15,78 | 24 | 15,78 | 32 | 21,04 | 17 | 11,18 |
| 4 - й | 28 | 16,01 | 27 | 15,44 | 32 | 18,30 | 18 | 10,29 |
| NPV | 19,61 | | 10,33 | | 20,32 | | 16,94 | |
| PI | 1,39 | | 1,22 | | 1,31 | | 1,53 | |

Проекти, проранжовані за мірою убування показника PI, розміщуються в такій послідовності: проект 4, проект 1, проект 3, проект 2. Виходячи з результатів ранжирування, визначаємо інвестиційну стратегію (табл. 8.10).

Таблиця 8.10.

| Варіанти поєднання | Загальні капіталовкладення | Сумарний NPV | Інтерпретація варіантів поєднання |
|--------------------|----------------------------|----------------------|-----------------------------------|
| Пр. 1+ Пр. 2 | $50+47=97$ | $19,61+10,33=29,94$ | Поєднання можливе |
| Пр. 1+ Пр. 3 | $50+65=115$ | - | Поєднання неможливе |
| Пр. 1+ Пр. 4 | $50+32=82$ | $19,61+16,94= 36,55$ | Поєднання можливе |
| Пр. 2+ Пр. 3 | $47+65=112$ | - | Поєднання неможливе |
| Пр. 2+ Пр. 4 | $47+32=79$ | $10,33+16,94=27,27$ | Поєднання можливе |
| Пр. 3+ Пр. 4 | $65+32=97$ | $20,32+16,94=37,26$ | Поєднання можливе |

Розглянемо ситуацію, коли проекти не піддаються дробленню. В такому випадку проект може бути прийнятий в повному обсязі. Для знаходження оптимальних варіантів здійснюють підбір поєднань проектів з визначенням їх сумарного NPV. Комбінацію, яка забезпечує максимальне значення сумарного NPV, вважають оптимальною. Використовуючи дані попереднього прикладу, складемо план оптимального розміщення капіталовкладень за умови, що їх ліміт в 100 млн грн. (табл. 8.11).

Таблиця 8.11.

| Проект | Обсяг капіталовкладень, млн. грн. | Частка капіталовкладень, яка вноситься до проекту, % | Розмір NPV, млн. грн. |
|--------|-----------------------------------|--|----------------------------|
| 4 | 32 | 100,0 | 16,94 |
| 1 | 50 | 100,0 | 19,61 |
| 3 | $100-(32+50)=18$ | $27,7(18/65 \times 100)$ | $5,62(20,32 \times 0,277)$ |
| Разом | 100 | - | 42,17 |

Таким чином, за цією методикою, найкращим варіантом є поєднання третього та четвертого проектів, де сумарний NPV є найбільшим і становить 37,26 млн грн. Наведена методика є досить простою. Проте існують три чинники, які значно ускладнюють її застосування на практиці.

По-перше, число проектів. У цьому прикладі було тільки 4 проекти, тому нескладно перерахувати всі комбінації, сумарна вартість яких не перевищує 100 млн грн., а потім вирішити, яка комбінація дає максимальний сумарний NPV. Для великої компанії з десятками проектів цей процес трудомісткий, навіть незважаючи на наявність комп'ютерних програм.

По-друге, ризик проекту. У наведеному прикладі передбачалося, що всі проекти належать до одного класу ризику i , отже, мають однакову ціну капіталу. Якщо абстрагуватися від цієї умови, а також припустити, що число проектів велике, що робить проблематичним проведення аналізу без ЕОМ, тоді отримати оптимальне рішення не є можливим. У сучасних умовах майже немає комп'ютерних програм для ефективної роботи з проектами різного рівня ризику.

По-третє, обмеження через з різноманіття періодів реалізації. У прикладі передбачалося, що обмеження у капіталі торкається тільки одного періоду. На практиці при вирішенні завдання оптимізації бюджету капіталовкладень можуть бути такі варіанти: обмеження поширюють на декілька років; грошові ресурси, які будуть використані для інвестування у майбутньому, частково формують за рахунок раніше проведених капіталовкладень.

Отже, обмеження за обсягом капіталовкладень у наступному році залежить від обсягу капіталовкладень, здійснених у попередньому році.

Розглянемо ситуацію, коли необхідна тимчасова оптимізація інвестиційних проектів. При тимчасовій оптимізації вирішують завдання, при якому оцінюють декілька привабливих проектів. Проте у результаті дефіциту інвестиційних ресурсів вони не можуть бути реалізовані одночасно в планованому році. Наступного року подібні проекти або їх частини можуть бути внесені до капітального бюджету з метою їх реалізації. Вирішення завдання зводять до оптимального розподілу капіталовкладень за роками.

Послідовність рішення така:

1. За кожним проектом визначають *індекс можливих втрат* (I), що показує відносну втрату NPV у випадку, якщо проект буде відстрочений до виконання на рік за формулою:

$$I = \frac{NPV_1 - NPV_0}{IC} \quad (8.32.)$$

де NPV_1 – приведена вартість проекту, що оцінюється у кінці першого року; NPV_0 – дисконтований розмір NPV_1 за ставкою k , тобто:

$$NPV_0 = \frac{NPV_1}{1+k} \quad (8.33.)$$

де k – «ціна» джерела фінансування капіталовкладень, частки одиниці; IC – обсяг річних інвестицій.

2. Реалізацію проектів, які мають мінімальне значення індексу можливих втрат, переносять до наступного року.

Наприклад, за умовами попереднього прикладу необхідно скласти оптимальний план розміщення капітальних вкладень на два роки за умови, що інвестиції на майбутній рік не можуть перевищити 120 млн грн., табл. 8.12.

Таблиця 8.12.

| Проект | NPV ₁ на пер- шому році | Коефіцієнт дисконту- вання за ставкою 15 % | NPV ₀ (гр. 2×гр. 3) | Втрата NPV ₁ (гр. 2- гр. 4) | Розмір, відкладених на рік капі- таловкла- день млн. грн. | Індек можливих втрат (гр. 5/гр. 6) |
|--------|--|--|-----------------------------------|---|--|---|
| 1 | 19,61 | 0,8696 | 17,05 | 2,56 | 50 | 0,045 |
| 2 | 10,33 | 0,7561 | 7,81 | 2,52 | 47 | 0,048 |
| 3 | 20,32 | 0,6575 | 13,36 | 6,96 | 65 | 0,206 |
| 4 | 16,94 | 0,5718 | 9,69 | 7,25 | 32 | 0,227 |

З наведених даних виходить, що мінімальні втрати, пов'язані з переносом на наступний рік, мають проекти, 1 ($I = 0,045$) та 2 ($I = 0,048$). Таким чином, для реалізації у поточному році можуть бути прийняті проекти 3 та 4 в повному обсязі, оскільки сума капіталовкладень по ним складає 97 млн грн., а також частина проекту 2 у розмірі 23 млн грн. ($112 - 97$). Частину, що залишилася, проекту 2 та проект 1 доцільно реалізувати у наступному році.

Слід зазначити, що політика оптимізації капіталовкладень, відображена у навмисній відмові від проектів з позитивним значенням NPV, не є виправданою, якщо компанія прагне до максимального задоволення добробуту акціонерів. Незважаючи на наявність методів лінійного програмування, що допомагають знайти рішення в певних ситуаціях, їх застосування не дозволяє подолати негативні наслідки дефіциту інвестиційних ресурсів. На практиці існує прийнятніший спосіб вирішення ситуації, коли необхідна оптимізація бюджету капітальних вкладень. Зазвичай до лімітування обсягу інвестицій вдаються у тому випадку, коли підприємство стикається з нестачею ліквідних засобів для здійснення поточних господарських операцій, та спробує залучити інвестиційні ресурси понад встановлений ліміт. Наприклад, відсоткова ставка за кредит може зрости при спробі збільшити частку позикових засобів у джерелах фінансування капіталовкладень. Подібну ситуацію можна раціонально контролювати у міру збільшення первинної ціни капіталу за рахунок мобілізації додаткових позичкових джерел фінансування інвестицій.

На практиці гранична ціна капіталу (MCC) унаслідок перевищення деякого розміру залучених в оборот зовнішніх джерел фінансування проектів різко зростає. Значення MCC доцільно використовувати як ставку дисконтування для визначення чистого приведенного ефекту (NPV) інвестиційного проекту.

У процесі оптимізації бюджету інвестиційного проекту, особливу увагу слід приділяти аналізу його виконання, який проводять після відповідного вивчення та оцінки операційних і фінансових бюджетів. Це обумовлено тим, що відхилення у фінансових бюджетах визначаються як поточною

господарською діяльністю, так і вкладеннями у позаоборотні активи. Останні здійснюються за рахунок як накопиченого прибутку (чистого прибутку), так і засобів, залучених з ринку капіталу (довгострокових кредитів і позик). В процесі аналізу доцільно зіставити плановий і фактичний баланси інвестицій за розрахунковий період і встановити причини можливих відхилень.

Баланс відхилень визначають за формулою:

$$\mathbf{ЗНБ_{кл} = ЗНБ_{пл.} + П_{кв} - В_{п},} \quad (8.34.)$$

де $\mathbf{ЗНБ_{кл}}$ та $\mathbf{ЗНБ_{пл}}$ – залишок незавершеного будівництва та невстановленого устаткування на початок і кінець бюджетного періоду;

$\mathbf{П_{кв}}$ – план капіталовкладень на бюджетний період;

$\mathbf{В_{п}}$ – введення в дію об'єктів за планом у бюджетному періоді.

Джерелами інформації є бухгалтерська звітність, капітальний бюджет та ін.

Ефективність інвестицій планується в рамках довгострокового бюджету на один – три роки. В рамках короткострокового бюджету (на квартал) підхід до аналізу інвестицій здійснюють через параметри освоєння капіталовкладень, тобто оцінюються витрати грошових коштів з метою інвестування. Це призводить до іммобілізації частини оборотних активів і зниження ліквідності балансу підприємства.

Одночасно капітальний бюджет в рамках короткострокового періоду впливає на доходи та витрати за рахунок:

- 1) реінвестицій – можливого продажу об'єктів незавершеного будівництва та основних засобів;
- 2) амортизаційних відрахувань як частини витрат виробництва;
- 3) підвищення частки чистого прибутку за рахунок введення в дію нових виробничих об'єктів або модернізації потужностей, що діють.

Слід зазначити, що при аналізі виконання капітального бюджету фіксують також змінені витрати по упущеному прибутку від зриву введення у дію запланованих потужностей протягом року.

Отже, виконання капітального бюджету впливає як на поточний фінансовий стан підприємства, так і на кінцевий фінансовий результат.

Ефект, що надається на фінансовий стан підприємства, визначається двома чинниками: відхиленням розміру освоєння засобів за капіталовкладеннями, що впливає на ліквідність балансу, та відхиленням розміру позикових джерел фінансування, які залучаються зі сторони.

Освоєння засобів на капіталовкладення може відбуватися за рахунок вкладання в капітальне будівництво власних фінансових та матеріальних ресурсів підприємства, а також збільшення заборгованості перед постачальниками та підрядчиками, що беруть участь в реалізації інвестиційних проєктів.

Зменшення витрат коштів на інвестиційні цілі, порівнянно з бюджетними обмеженнями, робить двоякий вплив на фінансово-господарську дія-

льність підприємства, а саме: збільшує коефіцієнт абсолютної ліквідності (за умови зростання залишку готівки на рахунку на кінець бюджетного періоду, порівнянно із початковим) та призводить до недоотримання прибутку за рахунок неповного введення в дію виробничих потужностей та об'єктів.

Сукупний ефект виконання капітального бюджету (як за розміром освоєння засобів, так і за вартістю зданих в експлуатацію об'єктів) виражається такими параметрами:

- ✓ зростанням (зниженням) чистого прибутку;
- ✓ зміною (зниженням або приростом) капітальних активів (основних засобів або незавершеного будівництва);
- ✓ зміною розміру довгострокових зобов'язань у пасиві балансу підприємства;
- ✓ зміною частки оборотних активів (приростом або зниженням залишку грошових коштів на розрахунковому рахунку).

Отже, аналіз виконання капітального бюджету становить інтерес для керівництва підприємства з позиції забезпечення фінансової стійкості і досягнення бажаного фінансового результату від ефективної реалізації інвестиційного проекту.

Література для вивчення теми

1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП “Итем” ЛТД “Юнайтед Лондон Трейд Лимитед”, 1995, 447 с.
2. Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы: Управление капиталом. Планирование инвестиций. Бюджетирование. — СПб.: Питер, 2004.
3. Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. — СПб.: Питер, 2004.
4. Брейли Ричард, Майерс Стюарт. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. — 1120 с.
5. Бригхем Ю., Гепенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс / Пер. с англ. // Под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 1997.
6. Бригхем С. Ф. Основы финансового менеджменту. – К.: КП "ВАЗАКО", "МОЛОДЬ". 1997.
7. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика, 2000. — 512 с., ил.
8. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
9. Пересада А. А., Коваленко Ю. М., Онікієнко С. В. Інвестиційний аналіз: Підручник. – К.: КНЕУ, 2003. – 485 с.
10. Пересада А. А., Майорова Т. В. Інвестиційне кредитування: Навч. посіб. К.: КНЕУ, 2002. – 271 с.

11. Постанова Кабінету Міністрів України "Порядок затвердження інвестиційних програм і проєктів будівництва та проведення їх комплексної державної експертизи" від 17 серпня 1998 р., № 1308
12. Закон України "Про банки та банківську діяльність" від 7 грудня 2000 року, № 2121 – III.
13. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 15 "Дохід". від 31 березня 1999 року, № 87.
14. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 "Фінансові інструменти" від 30 листопада 2001 року, № 559.
15. Наказ Міністерства економіки України "Про затвердження Положення про оцінку та конкурсний відбір запропонованих міністерствами, іншими центральними та місцевими органами виконавчої влади інвестиційних проєктів, що передбачають залучення коштів державного бюджету, та створення відповідної Комісії Мінекономіки" від 27 листопада 2000 року, № 258.
16. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку "Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємства" від 17 липня 2003 року, № 322.
17. Постанова НБУ "Про затвердження положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування втрат за кредитними операціями банків" від 6.07.2000 р., № 279.
18. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 22.05.97 року, № 283/97.
19. Закон України "Про фінансовий лізинг" від 11.12.2003 року, № 1381-IV
20. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року, № 3480-IV.
21. Роуз Питер С. Банковский менеджмент / Пер. с англ. со 2-го изд. – М.: Дело Лтд, 1995. – С. 229–235.
22. Цивільний кодекс України: Офіційний текст / Міністерство юстиції України. – К.: Юрінком Інтер, 2003. – 464 с.

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Охарактеризуйте зміст інвестиційних ресурсів підприємства.
2. Визначте принципи формування інвестиційних ресурсів підприємства.
3. Назвіть основні форми інвестиційних ресурсів підприємства.
4. Обґрунтування потреби в інвестиційних ресурсах.
5. Охарактеризуйте методи розрахунку загального обсягу інвестиційних ресурсів.
6. Назвіть схеми та джерела формування інвестиційних ресурсів підприємства.
7. Назвіть проблеми формування та акумулювання фінансових ресурсів підприємства для забезпечення інвестиційної діяльності.
8. Охарактеризуйте основні методи фінансування інвестиційної діяльності.

9. Визначте роль амортизації в фінансуванні інвестиційних проектів.
10. Назвіть основні методи нарахування амортизації.
11. Визначте роль банківського кредитування в фінансуванні інвестиційних проектів.
12. Охарактеризуйте економічну сутність вартості капіталу інвестиційного проекту.
13. Охарактеризуйте модель визначення вартості капіталу від залучення боргових ресурсів.
14. Охарактеризуйте модель визначення вартості капіталу від випуску акцій.
15. Охарактеризуйте модель визначення вартості капіталу за рахунок нерозподілених прибутків.
16. Охарактеризуйте модель середньозваженої вартості капіталу.
17. Охарактеризуйте модель зваженої граничної вартості капіталу.
18. Назвіть методи оптимізації структури інвестиційних ресурсів.
19. Розкрийте зміст фінансового та оперативного важелю.
20. Як визначається оптимальна структура інвестиційних ресурсів з урахуванням ризику?
21. Визначення бюджетування капіталу.
22. Цілі бюджетування капіталу.
23. Етапи розробки капітального бюджету.
24. Призначення бюджетування капіталу.

ТЕМА 9. МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ

9.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Світова практика переконує, що без широкого залучення іноземного капіталу неможливо провести структурну перебудову економіки, скоротити технічну та технологічну відсталість народного господарства, домогтися конкурентноздатності вітчизняної продукції на світовому ринку. Крім того, продуктивне використання іноземних інвестицій є органічною частиною світового процесу руху капіталу та реалізується переважно за рахунок капіталів приватних інвесторів, зацікавлених в одержанні вищого рівня прибутку на вкладені кошти.

Іноземні інвестиції – це цінності, що вкладаються іноземними інвесторами в об'єкти інвестиційної діяльності, відповідно до законодавства України, з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту [1].

При визначенні іноземних інвестицій, зазвичай, розрізняють лише один стрижневий момент їх ідентифікації: суб'єктом інвестування виступають іноземні особи щодо країни вкладання капіталу. При цьому, для визначення іноземних інвесторів використовується юридичний критерій: є особа резидентом чи нерезидентом цієї країни.

Іноземні інвестори – це 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 та інвестиції українських партнерів, у т. ч. внески до статутного фонду підприємств, оцінюються в іноземній конвертованій валюті та у валюті України за домовленістю сторін на основі цін міжнародних ринків або ринку України. Перерахування інвестиційних сум в іноземній валюті у валюту України здійснюється за офіційним курсом валюти України, визначеним Національним банком України. При реінвестиціях прибутку, доходу та інших коштів, одержаних у валюті України внаслідок здійснення іноземних інвестицій, перерахування інвестиційних сум провадиться за офіційним курсом валюти України, визначеним Національним банком України на дату фактичного здійснення реінвестицій.

Іноземні інвестиції можуть здійснюватися у вигляді:

- іноземної валюти, що визнається конвертованою Національним банком України;

➤ валюти України – при реінвестиціях в об’єкт первинного інвестування чи в будь-які інші об’єкти інвестування, відповідно до законодавства України, за умови сплати податку на прибуток (доходи);

➤ будь-якого рухомого та нерухомого майна та пов’язаних із ним майнових прав;

➤ акцій, облігацій, інших цінних паперів, а також корпоративних прав (прав власності на частку (пай) у статутному фонді 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 та мають вартість у конвертованій валюті, підтвержену 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, у т. ч. 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.

Основними формами здійснення іноземних інвестицій є:

- часткова участь у підприємствах, що створюються спільно з українськими юридичними та 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, у т. ч. 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 самостійно 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 класифікують за такими ознаками:

- ❖ *за суб'єктами інвестицій*: приватні, державні, інвестиції міжнародних організацій та змішані;
- ❖ *за видами інвестицій*: в іноземній валюті, у національній валюті, рухоме та нерухоме майно, цінні папери, грошові вимоги, об'єкти та/або права інтелектуальної власності, права на господарську діяльність, послуги;
- ❖ *за формами*: створення підприємства, яке повністю належить іноземному інвестору, часткова участь у підприємстві, придбання рухомого та нерухомого майна, концесії;
- ❖ *за розміром*: великі, середні, малі;
- ❖ *за терміном*: короткострокові, середньострокові, довгострокові, безстрокові;
- ❖ *за джерелом формування ресурсів*: первинні, реінвестиції;
- ❖ *за методом інвестування*: прямі, непрямі;
- ❖ *залежно від об'єктів інвестування*: реальні, фінансові, інтелектуальні та інноваційні;
- ❖ *за формами створення об'єктів*: самостійні, акціонерні та неакціонерні;
- ❖ *за призначенням*: для створення та розширення підприємств чи їх філіалів, які повністю належать іноземному інвестору; придбання раніше створеного та діючого підприємства, надання довгострокових позик.
- ❖ *за сферами діяльності*: соціальна сфера та реальний сектор економіки зарубіжних країн.

При здійсненні іноземних інвестицій інвестор має врахувати їх специфіку, а саме:

□ **Психологічні бар'єри.** Психологічні бар'єри обумовлені незнанням економіки, політики та культури інших країн, іноземних мов, методів торгівлі на фінансових ринках, порядку звітності та інше. Тому іноземні інвестори здійснюють свою діяльність через брокерів відповідних національних ринків.

□ **Інформаційні проблеми.** У інвестора можуть виникати проблеми з одержанням інформації про іноземні ринки та емітентів. Найчастіше для одержання інформації для іноземних інвестицій використовуються такі міжнародні інформаційні системи:

- інформаційні системи *Reuters, Telerate, Tenfore, Forex*, які не тільки повідомляють новини, але й приводять ціни по окремим ринкам та цінним паперам;
- спеціальні цінові системи *Exshare, Telekurs* та інші, які дають повну інформацію по усім світовим ринкам, зокрема, дані про рух капіталів та дивідендів;

- спеціальні пакети комп'ютерних програм (*Datastream*), які забезпечують дані з котировок цінних паперів та надають допомогу при фінансовому аналізі [16, С. 10].

□ **Юридичні проблеми.** В різних країнах можуть існувати юридичні проблеми для іноземних інвесторів, при розміщенні їх капіталу та повернення його з одержаним доходом, у т. ч. особливості оподаткування. У зв'язку з цим іноземному інвестору слід ґрунтовно вивчити законодавчу та нормативну базу країни, куди вкладатимуться кошти.

□ **Додаткові витрати.** Іноземні інвестиції, зазвичай, пов'язані з додатковими витратами, які містять: більші комісійні посередникам на іноземних ринках; більшу плату за оформлення угод; більшу плату керуючим портфелем іноземних інвестицій.

□ **Ризики іноземних інвестицій.** Ризики, пов'язані з іноземними інвестиціями, містять, по-перше, ризики національних ринків, тобто загальні ризики для усіх інвесторів – резидентів та нерезидентів. Наприклад, інвестори з країн з розвинутою економікою можуть зіткнутися з такими ризиками, як політична нестабільність, корупція, недосконале податкове законодавство та законодавство про права власності акціонерів, погане інформаційне забезпечення, недостатній рівень корпоративного управління, низька ефективність роботи юридичної та адміністративної систем. По-друге, додаткові ризики для нерезидентів пов'язані з можливим введенням обмежень на їх діяльність та вивіз капіталу та доходу. По-третє, існують ризики падіння курсів іноземних валют, що призводить до зменшення дохідності інвестицій в перерахунку на валюту інвестора.

□ **Переваги іноземних інвестицій.** Незважаючи на зазначені проблеми та ризики, обсяг іноземних інвестицій у світі постійно збільшується. Ріст іноземних інвестицій пов'язаний із тим, що вони дають можливість отримати більшу дохідність та менший ризик щодо суто національних інвестицій. *Додаткова дохідність іноземних інвестицій* пов'язана з можливим ростом курсів іноземних валют по відношенню до валюти інвестора, бо існує взаємозв'язок між основними фінансовими інструментами та курсом національної валюти (ріст національного ринку акцій призводить до росту курсу національної валюти). Крім того, ріст валюти певної країни дає можливість одержати вищу дохідність вкладень в облігації її емітентів, навіть якщо їх дохідність буде менше дохідності облігацій в країні інвестора. Іноземні інвестиції можуть мати і *менший ризик*. Це пов'язано з тим, що економіка різних країн розвивається нерівномірно, і якщо деякі національні ринки акцій будуть падати, то інші будуть зростати. Досвідчений інвестор для зменшення ризику іноземних інвестицій буде формувати портфель шляхом диверсифікації, тобто купувати цінні папери різних національних ринків.

Таким чином, враховуючи специфіку та особливості іноземних інвестицій інвестор, який має намір здійснити їх, повинен:

- ґрунтовно проаналізувати стан та структуру міжнародного ринку інвестицій;
- вивчити характеристики та особливості цінних паперів, які обертаються на різних національних ринках;
- визначити основні показники, які характеризують ринок інвестицій, та проаналізувати їх в динаміці;
- проаналізувати інформацію з засобів масової інформації про ринки інвестицій, їх структуру;
- визначити фактори, які впливають на ціни активів на міжнародних ринках, та про їх взаємозв'язок;
- визначити методи та інструменти зменшення ризику іноземних інвестицій;
- визначити показники якості (дохідності) портфеля іноземних інвестицій.

9.2. ОСНОВНІ НАПРЯМИ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Міжнародна інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій суб'єктів із вкладання інвестицій за кордон та іноземних інвестицій. Вона перерозподіляє у просторі та часі ресурси між окремими суб'єктами й об'єктами різних країн. Головним суб'єктом інвестиційної діяльності, який приймає рішення про вкладання коштів, – є інвестор. Його іноземна діяльність зумовлена розвитком господарських зв'язків між країнами світу, і залежить як від об'єктивних економічних законів, так і від політико-економічної мети діяльності національних держав у світовому політичному та господарському просторі.

На стан міжнародної інвестиційної діяльності впливають як глобально-економічні фактори (стан розвитку світової економіки; міжнародних ринків, насамперед, фінансового; стабільність світової валютної системи; рівень транснаціоналізації та регіональної інтеграції; розвиток міжнародної інвестиційної інфраструктури), так і інші фактори, що знаходяться у площині країн, звідки направляються та куди залучаються інвестиції, у тому числі:

➔ *політико-економічні* – політична стабільність, міра втручання уряду в економіку, ставлення до зарубіжних та іноземних інвестицій, дотримання дво- і багатосторонніх угод та ін.;

➔ *ресурсно-економічні* – наявність природних ресурсів, демографічна ситуація, географічне розташування;

➔ *загальноекономічні* – темпи економічного зростання, співвідношення споживання та заощаджень, ставка відсотку за кредитами, норма прибутку, рівень і динаміка інфляції, конвертованість валюти, стан платіжного балансу тощо.

Здійснюється міжнародна інвестиційна діяльність у двох напрямках: вивезення капіталу та залучення іноземних інвестицій.

Вивезення капіталу зумовлюється такими чинниками, як: надлишок капіталів у країні (низькі норми прибутку чи брак відповідної економічної структури для застосування капіталів); потреба у нових ринках збуту, сировини; формування певного рівня конкурентноспроможної економіки; міжнародний поділ праці, пошук стабільних умов застосування капіталів.

Необхідність залучення іноземних інвестицій виникає за: обмеженості внутрішніх інвестиційних ресурсів; низької інвестиційної активності власних інвесторів; необхідності забезпечення разом з інвестиціями нової техніки та технології; бажання створити конкурентноспроможну економіку та освоїти світові ринки; потреби в модернізації соціальної інфраструктури суспільства.

Залежно від виду та форми іноземних інвестицій основні напрями міжнародної інвестиційної діяльності можна представити за допомогою схеми (рис. 9.1).

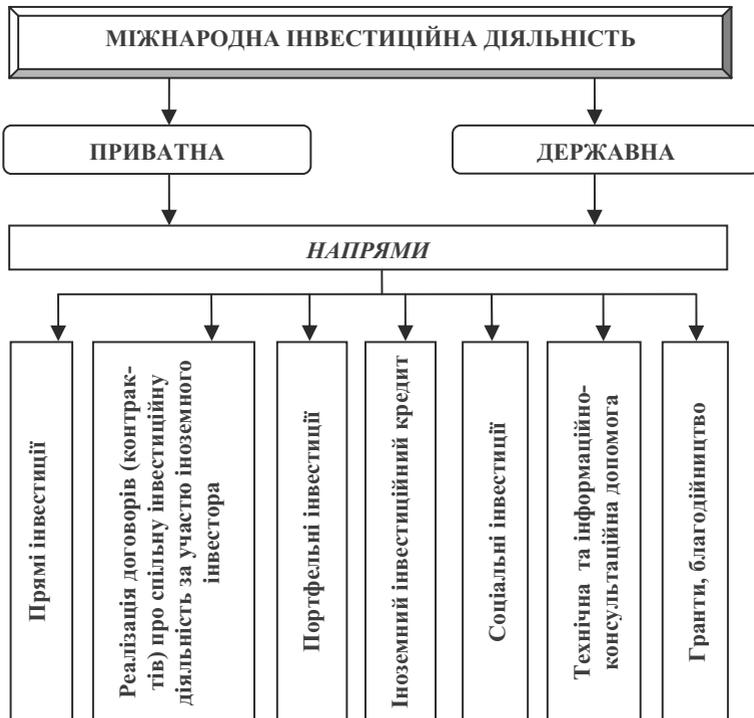


Рис. 9.1. Напрями міжнародної інвестиційної діяльності

Головною метою *приватних іноземних інвестицій* є експорт інвестиційного капіталу за кордон у грошовій або товарній формі з метою отримання прибутку чи розширення економічного впливу.

Метою *державних іноземних інвестицій* є створення правових, економічних та організаційних умов для сталого розвитку економіки країни, куди вкладаються інвестиції.

Найпоширенішим напрямом міжнародної інвестиційної діяльності є *прямі інвестиції*, або вкладання у зарубіжні підприємства, що забезпечують контроль інвестора або його участь в управлінні підприємством. Прямими інвестиціями є як первинні вкладення, так і реінвестиції, крім того, до них належать всі внутрішньо корпоративні перекази капіталу у формі кредитів і позичок між прямим інвестором і філіями, дочірніми та асоційованими компаніями.

За схваленим МВФ та іншими міжнародними організаціями визначенням, *прямі іноземні інвестиції* – це вкладання капіталу за національними межами з метою розширення виготовлення товарів і надання послуг шляхом організації виробництва та придбання товарів для імпорту у власну країну чи експорту до третіх країн. До характерних форм прямих іноземних інвестицій належать здійснення управлінського контролю інвестора та акціонер-на форма функціонування підприємства.

Отже, стрижневою ознакою прямих іноземних інвестицій є набуття довгострокового економічного інтересу, коли інвестор отримує чи зберігає контроль над об'єктом вкладення капіталу.

Розрізняють вертикальні та горизонтальні прямі іноземні інвестиції.

Вертикальні прямі інвестиції – це прямі інвестиції у сфери та галузі, що належать до різних стадій виробництва окремого продукту.

Горизонтальні прямі інвестиції – це прямі інвестиції за кордон, але в межах однієї галузі.

Основною формою прямих іноземних інвестицій є *спільні підприємства* або *підприємства з іноземними інвестиціями* – це підприємства (організації) будь-якої організаційно-правової форми, створені відповідно до законодавства України, іноземна інвестиція в статутному фонді якого, за його наявності, становить не менше 10 %. Підприємство набирає статусу підприємства з іноземними інвестиціями з дня зарахування іноземної інвестиції на його баланс [1].

Масштаби прямих інвестицій та темпи їх вкладання залежать від обсягів капіталів країн донорів і змін в економіці, юрисдикції, внутрішнього господарського механізму країн, що приймають іноземний капітал. Створення необхідних умов для сприятливого клімату для залучення прямого, реального капіталу – це комплексна проблема, яка містить економічну, соціальну, політичну й технічну складові. Світовий досвід доводить, що умови іноземним інвесторам створюються за допомогою економічних та соціальних заходів, юридичних норм, що є складовою інвестиційного законодав-

ства держави, яка приймає капітал; міжнародних договорів; інвестиційних договорів між іноземним інвестором і державою, яка приймає; страхових полюсів при страхуванні інвестицій у національних та міжнародних страхових організаціях.

Виходячи з цих умов, прямі інвестиції можуть здійснюватися в таких формах:

1. **Придбання неконтрольних пакетів акцій** у фірмах країн-реципієнтів здійснюється через пряму купівлю акцій на місцевому фондовому ринку. Цей спосіб інвестування широко застосовується в процесі приватизації підприємств, а також при обміні акцій на борги підприємств як державної, так і приватної форми власності.

2. **Ліцензійні угоди** з фірмами країн-реципієнтів дають інвестору можливість виходу на ринок з мінімальним ризиком. Транснаціональна компанія передає права на виробництво певного продукту або послуги або на використання запатентованого процесу, технології, товарного знаку або іншої інтелектуальної власності місцевій фірмі, яка буде відповідати за виробництво та маркетинг на місцевому ринку. Іноземний інвестор може купувати акції місцевої фірми, з якою укладено ліцензійну угоду.

3. **Стратегічні альянси та спільні підприємства** дають інвесторам більшу присутність на місцевому ринку з меншим ризиком, ніж пряма купівля місцевої фірми або створення власного дочірнього підприємства. Створення альянсів великими корпораціями відкриває можливість для дрібних компаній, що шукають джерела фінансування для зросту. Продукція таких компаній займає вузькі ніші, тому вони можуть забезпечити більш високий дохід, порівняно з великими конкурентами, які частіше не так оперативно реагують на появу нових ринків і продуктів.

Переважна більшість стратегічних альянсів набуває форми спільних підприємств, що створюються для досягнення цілей, обумовлених членами-засновниками (компаніями, що вирішили утворити альянс).

4. **Придбання контрольних пакетів акцій** у фірмах країн-реципієнтів іноземними інвесторами приносить великі вигоди місцевим фірмам, стимулює економіку країни загалом та прискорює її інтеграцію у світову економіку, тому що це вимагає від інвесторів більших зобов'язань та тривалішого часу для отримання прибутків. Контрольні пакети акцій можуть бути отримані шляхом прямої купівлі акцій, приватизації, обміну акцій на борги та іншими методами.

5. **Створення власних дочірніх підприємств** у фірмах країн-реципієнтів застосовується на ринках, які мають найбільший потенціал для отримання прибутків. Ця форма інвестицій має найбільший ризик та найбільші зобов'язання з боку іноземного інвестора.

Таким чином, прямі іноземні інвестиції несуть ризик іноземним інвесторам, тому що останні позбавлені можливості швидкого виходу на ринок, крім того вони приносять більше вигод країні-реципієнту, тому що вкло-

чають більші суми коштів, пов'язаних з більшими зобов'язаннями і тривалим часом здійснення інвестицій.

Міжнародний рух підприємницького капіталу, зокрема, прямі іноземні інвестиції, стали базою для формування всесвітньої системи філіалів та міжнародного виробництва *транснаціональних компаній (ТНК)*.

Транснаціональна корпорація – це корпорація, що здійснює міжнародне співробітництво на основі прямих іноземних інвестицій та має прямий контроль над своїми зарубіжними філіями.

Головним критерієм розрізнення транснаціональних компаній і національних фірм, що ведуть зовнішньоекономічну експортно-імпорتنу діяльність, є вивіз капіталу та створення підконтрольних підприємств у різних країнах світу. Якщо національні компанії здійснюють лише експортно-імпорتنі операції товарів та послуг, то ТНК організують зарубіжне (міжнародне) виробництво товарів та послуг. Саме існування зарубіжного виробництва визначає особливі риси ТНК як форми структурної організації бізнесу: їхні організаційні моделі, стратегію підприємницької діяльності, напрями внутрішнього корпоративного руху товарів та фінансових ресурсів. [14, С. 33]

Починаючи з 2001 року, чистий щорічний приріст іноземного капіталу постійно зростає. Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, внесених в Україну, на 1 липня 2008 року склав 36 450,9 млн дол., що на 23,4 % більше обсягів інвестицій на початок року та в розрахунку на одну особу становить 786,8 дол., рис. 9.2.

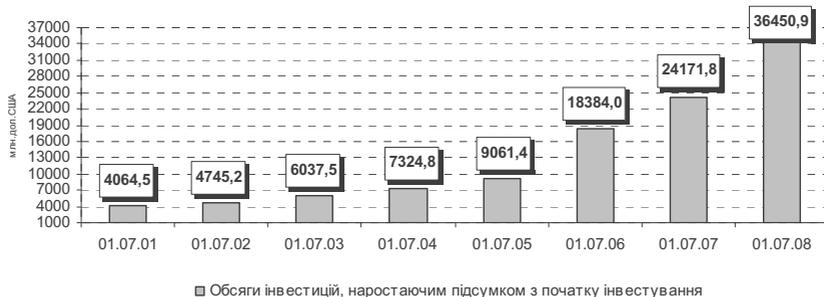


Рис. 9.2. Прямі іноземні інвестиції в Україну [13]

Найбільше зріс капітал нерезидентів з Кіпру – на 2361,1 млн дол., Німеччини – на 838,9 млн дол., Італії – на 740,2 млн дол., Російської Федерації – на 645,3 млн дол., Нідерландів – на 618,3 млн дол., Австрії – на 343,7 млн дол., Сполученого Королівства – на 275,0 млн дол., Швеції – на 260,9 млн дол. Продовжують нарощувати свій капітал інвестори з Угорщини (приріст капіталу 145,9 млн дол.), Віргінських островів, Британських (133,5 млн дол.) та Франції (133,2 млн дол.), рис. 9.3.



Рис. 9.3. Розподіл прямих інвестицій в Україну за основними країнами-інвесторами (у % до загального обсягу) [13]

Значний приріст іноземного капіталу спостерігався на підприємствах, що здійснюють фінансову діяльність, – на 2048,1 млн дол., операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг та надання послуг підприємцям – на 942,4 млн дол., торгівлю, ремонт автомобілів, побутових виробів, предметів особистого вжитку – на 524,1 млн дол., будівництво – на 468,7 млн дол., а також на підприємствах промисловості – на 858,2 млн дол., у т.ч. переробної – на 725,9 млн дол. Серед галузей переробної промисловості найбільше зросли обсяги прямих іноземних інвестицій у виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів (на 195,3 млн дол.), хімічну та нафтохімічну промисловість (на 104,4 млн дол.), машинобудування (на 96,3 млн дол.), у виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції (на 92,8 млн дол.). На підприємствах сільського господарства, мисливства, лісового господарства капітал зріс на 277,0 млн дол., з надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльності у сфері культури та спорту – на 150,5 млн дол., табл. 9.1.

Про наявність прямих іноземних інвестицій звітувало 16,4 тис. підприємств України.

Портфельні інвестиції – це вкладання в акції зарубіжних підприємств (без придбання контрольного пакету), облігації та інші цінні папери іноземних держав, міжнародних валютно-кредитних організацій з метою отримання підвищеного доходу за рахунок податкових пільг, зміни валютного курсу і т.п. Такі інвестиції не дають реального контролю інвестора над об'єктом інвестування.

Здійснення іноземних портфельних інвестицій дозволяє вирішити такі проблеми:

Таблиця 9.1.

Прямі інвестиції в Україну за видами економічної діяльності [13]

| | Обсяги інвестицій на | | | |
|---|----------------------|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------------|
| | 01.01.2008 | | 01.07.2008 | |
| | млн. дол. США | у % до загаль- ного підсумку | млн. дол. США | у % до загаль- ного підсумку |
| Разом | 29 532,8 | 100,0 | 36 450,9 | 100,0 |
| Сільське господарство, мисливство, лісове господарство | 557,3 | 1,9 | 834,3 | 2,3 |
| Рибальство, рибництво | 0,5 | 0,0 | 0,6 | 0,0 |
| Промисловість | 7996,1 | 27,1 | 8854,3 | 24,3 |
| ▪ добувна | 1052,4 | 3,6 | 1178,7 | 3,2 |
| ▪ переробна | 6805,3 | 23,0 | 7531,2 | 20,7 |
| ▪ виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів | 1561,1 | 5,3 | 1756,4 | 4,8 |
| ▪ легка промисловість | 144,2 | 0,5 | 154,4 | 0,4 |
| ▪ оброблення деревини та виробництво виробів з деревини, крім меблів | 241,7 | 0,8 | 267,7 | 0,7 |
| ▪ целюлозно-паперове виробництво; видавнича діяльність | 187,7 | 0,6 | 210,9 | 0,6 |
| ▪ виробництво коксу, продуктів нафтопереробка | 315,8 | 1,1 | 388,3 | 1,1 |
| ▪ хімічна та нафтохімічна промисловість | 840,8 | 2,8 | 945,2 | 2,6 |
| ▪ виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції | 701,8 | 2,4 | 794,6 | 2,2 |
| ▪ металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів | 1596,9 | 5,4 | 1672,8 | 4,6 |
| ▪ машинобудування | 1011,3 | 3,4 | 1107,6 | 3,0 |
| ▪ інші галузі промисловості | 204,0 | 0,7 | 233,3 | 0,7 |
| ▪ виробництво та розподілення електроенергії, газу та води | 138,4 | 0,5 | 144,4 | 0,4 |
| Будівництво | 1631,0 | 5,5 | 2099,7 | 5,7 |
| Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку | 3070,3 | 10,4 | 3594,4 | 9,9 |
| Діяльність готелів та ресторанів | 428,3 | 1,5 | 459,7 | 1,3 |
| Діяльність транспорту та зв'язку | 1274,4 | 4,3 | 1387,7 | 3,8 |
| Фінансова діяльність | 4869,2 | 16,5 | 6917,3 | 19,0 |
| Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям | 2669,9 | 9,0 | 3612,3 | 9,9 |
| Державне управління | 0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,0 |
| Освіта | 18,1 | 0,1 | 19,0 | 0,0 |
| Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги | 190,4 | 0,6 | 207,5 | 0,6 |
| Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту | 285,8 | 1,0 | 436,3 | 1,2 |
| Нерозподілені за видами економічної діяльності обсяги інвестицій | 6541,3 | 22,1 | 8027,4 | 22,0 |

• *Врівноваження платіжного балансу.* Портфельні інвестиції як найбільш динамічна складова іноземного інвестування чутливо реагують на будь-які зміни в кон'юнктурі інвестиційного ринку. У випадку неврівноваженості платіжного балансу вони рухаються з країни в країну, забезпечуючи при цьому зміну валютного курсу, рівня цін, процентних ставок та інших фінансових факторів, врівноважуючи таким чином платіжні баланси країн.

• *Вирівнювання дохідності.* Зміна відсоткових ставок в будь-якій країні, щодо інших країн, є стрижневим фактором, який приводить в рух короткострокові тимчасово вільні капітали світового фінансового ринку. Їх відтік з одних країн та вкладання в фінансові зобов'язання в інших країнах, призводить до врівноваження дохідності в межах світового фінансового ринку.

• *Підвищення ліквідності фінансових інструментів.* Зростання попиту на фінансові інструменти національних емітентів з боку нерезидентів підвищує їх ліквідність за рахунок розширення кола потенційних покупців. Зростання ліквідності випущених підприємствами цінних паперів сприяє зменшенню вартості фінансування за рахунок зниження премії за ризик ліквідності, яку вимагають інвестори.

• *Розвиток інфраструктури фінансового ринку.* Інвестиції з боку іноземних інвесторів сприяють розвитку ринкової інфраструктури через: розвиток процедур торгівлі та обігу цінних паперів; запровадження сучасних систем обміну інформацією; підвищення професійного рівня учасників фондового ринку тощо.

Але, водночас, портфельні інвестиції несуть значну загрозу дестабілізації економічної системи, і не лише для окремої країни, але й для світової фінансової системи загалом.

Інвестор, який планує здійснити міжнародні портфельні інвестиції, передусім, має визначити принципи формування структури їх портфеля. Можлива така послідовність формування структури портфеля міжнародних інвестицій загалом або за конкретними сегментами:

- країни (валюти) → види цінних паперів → конкретні цінні папери;
- види цінних паперів → країни (валюти) → конкретні цінні папери;
- види цінних паперів → конкретні цінні папери → країни (валюти);
- конкретні цінні папери → країни (валюти).

У першому випадку інвестор може обрати спочатку, наприклад, Японію та Францію, а потім японські облігації та французькі акції і в кінці – цінні папери певного підприємства.

У другому випадку спочатку обираються види цінних паперів (наприклад, акції або короткострокові державні облігації), потім для кожного виду визначаються країни (наприклад, Німеччина – акції, а Великобританія – короткострокові державні облігації) і, нарешті, визначаються конкретні цінні папери.

Третій та четвертий випадки характерні для визначення структури сегменту акцій в портфелі міжнародних інвестицій. При цьому, в третьому випадку вибір виду цінних паперів означає вибір певних галузей економіки, після чого обираються акції конкретних компаній певної країни. Вибір таких акцій визначає сукупність країн (валют) інвестування.

Таким чином, в першому та другому випадку реалізується принцип «країни (валюти) → конкретні цінні папери», який в літературі називають принципом “зверху вниз” (*Top Down*). У третьому та четвертому випадках реалізується принцип «конкретні цінні папери → країни (валюти)», або принцип «знизу вверх» (*Bottom Up*) [16, С. 16–17].

На кожному етапі розглянутих послідовностей формування набору сегментів та конкретних цінних паперів в портфелі міжнародних інвестицій залежить від цілі конкретного інвестора. Такими цілями можуть бути:

- одержання якості (дохідність та ризик), близького за якістю ринкового портфеля, структура якого відповідає капіталізації відповідного ринку;
- одержання дохідності вище дохідності ринкового портфеля;
- забезпечення ризику нижче ризику ринкового портфеля.

Ці цілі можуть визначатися як для портфеля міжнародних інвестицій загалом, так і для окремих його сегментів. Одночасно з формуванням структури портфеля іноземний інвестор має визначити принципи управління його ризиком. При цьому можливі такі варіанти дій:

- ➔ не вживати ніяких заходів, сподіваючись на сприятливу ситуацію;
- ➔ диверсифікувати інвестиції за країнами, видами цінних паперів, сферами економіки та фінансовими інструментами;
- ➔ збільшити частку інвестицій у безризикові активи;
- ➔ вибирати менш ризиковані активи та валюти інвестицій на основі прогнозу їх якості;
- ➔ приймати спеціальні заходи для захисту від несприятливої зміни ціни активу та (або) валютного курсу.

Міжнародні портфельні інвестиції, на відміну від прямих, більш ліквідні, рухливі та чутливі до ситуації на фінансових ринках. Портфельному інвесторові однаково, в яку сферу або компанію вкладати, бо критеріями інвестування є лише рівень доходів та перспективи зниження ризику. У разі погіршення ситуації на ринках та зростання ризику портфельний інвестор може вилучити свої інвестиції набагато швидше, ніж прямий інвестор.

Міжнародний ринок портфельних інвестицій значно менший, ніж сукупний внутрішній ринок таких інвестицій. Інституційні та індивідуальні інвестори досі надають перевагу національним цінним паперам. Але слід зазначити, що в більшості промислово розвинутих країнах спостерігається тенденція, хоч і повільного, але поступового зростання операцій з іноземними цінними паперами.

Ознаками активізації міжнародних портфельних інвестицій є

- ✦ збільшення питомої ваги іноземних цінних паперів у портфелях пенсійних фондів;
- ✦ збільшення кількості міжнародних та глобальних інвестиційних фондів і зростання вартості їхніх активів;
- ✦ збільшення практики емісії в США американських депозитарних розписок на іноземні акції;
- ✦ збільшення випадків реєстрації транснаціональними компаніями своїх цінних паперів на зарубіжних ринках акцій;
- ✦ поширення практики розповсюдження акцій філій ТНК серед місцевих інвесторів.

До основних причин зростання міжнародних портфельних інвестицій належать такі:

- лібералізація та дерегуляція фінансових ринків;
- намагання інституційних інвесторів знизити ризики шляхом міжнародної диверсифікації портфеля;
- поява додаткових джерел фінансування внаслідок збільшення обсягу ринку євровалют та національних грошових ринків;
- значна перебудова та модернізація роботи провідних фондових бірж світу;
- зростання обсягу необхідної для інвесторів інформації про зарубіжні ринки цінних паперів.

Більш ніж 90 % міжнародних портфельних інвестицій здійснюються між промислово розвинутими країнами. Понад 2/3 сукупної капіталізації ринку акцій припадають на три найбільші ринки (США, Японія, Велика Британія).

В останнє десятиріччя зростає значення нових ринків (нові індустріальні країни, країни з перехідною економікою). Ці ринки надають інвесторам можливості отримувати більші доходи, проте характеризуються значно більшою ризикованістю. [14, С. 336]

Важливою передумовою входження України до світового господарського простору має стати участь у міжнародному русі фінансових капіталів, зокрема через залучення іноземних кредитів. Потреба в них не викликає сумніву, оскільки залучення позичкового капіталу у формі іноземних інвестиційних кредитів в економіку України має важливе значення для виходу вітчизняного господарства з кризового стану.

Іноземний інвестиційний кредит – це економічні відносини між державами, іноземними банками та фірмами з приводу фінансування інвестиційної діяльності на засадах повернення у певні строки та, зазвичай, з виплатою відсотку.

Суб'єктами іноземного інвестиційного кредиту є державні структури, банки, міжнародні та регіональні валютно-кредитні організації, підприємства (фірми) та інші юридичні особи, окремі громадяни – представники різних країн.

Специфікою іноземного інвестиційного кредиту є те, що він бере участь в кругообігу капіталу на усіх його стадіях: при перетворенні грошового капіталу у виробничий – внаслідок експорту обладнання, сировини, палива; у процесі виробництва – у формі кредитування під незавершене виробництво; при реалізації товарів на світових ринках. Він у тісному зв'язку з внутрішнім кредитом бере участь у зміні форм вартості, забезпечує неприєднаність відтворення, обслуговуючи усі його фази.

Різноманітність окремих фаз відтворення, незбіг у часі та місці входження в міжнародний обіг реалізованої вартості та необхідних для цієї реалізації платіжних коштів, незбіг валютного обороту з рухом позичкового капіталу визначають взаємозв'язок іноземного інвестиційного кредиту з виробництвом.

На міжнародному позичковому ринку іноземний інвестиційний кредит відіграє подвійну роль: позитивну та негативну.

Позитивна роль полягає в прискоренні розвитку виробничих сил шляхом забезпечення неперервності процесу відтворення та його розширення. Він сприяє інтернаціоналізації виробництва та обміну, утворенню та розвитку світового ринку, поглиблює міжнародний розподіл праці. Крім того, він забезпечує сприятливі умови для іноземних приватних інвестицій, так як пов'язується з умовами про надання пільг інвесторам країни-кредитора; застосовується для утворення інфраструктури, необхідної для функціонування підприємств, у тому числі іноземних та спільних; сприяє зміцненню позицій національних підприємств та банків, які мають відношення до міжнародного капіталу.

Негативна роль іноземного інвестиційного кредиту в розвитку ринкової економіки полягає в загостренні її суперечності. Іноземний інвестиційний кредит – це знаряддя конкурентної боротьби країн за ринки збуту, сфери застосування капіталу, джерела сировини та переваги в основних сферах науково-технічного прогресу.

Таким чином, роль іноземного інвестиційного кредиту в умовах ринкової економіки має подвійну роль: з одного боку – розвиток взаємовигідного співтовариства країн; а з іншої – інструмент конкурентної боротьби.

Незважаючи на це, залучення іноземних інвестиційних кредитів в українську економіку має сьогодні стратегічний та тактичний інтерес з боку як України, так і іноземних кредиторів.

До основних джерел залучення Україною іноземних боргових коштів належать:

- кредити іноземних держав та їх угруповань, наприклад, Європейського Союзу (ЄС);
- кредити міжнародних фінансово-кредитних організацій;
- кредити держав-постачальниць сировинних ресурсів;

•розміщення державних та корпоративних боргових цінних паперів на зовнішніх ринках, а також на внутрішньому ринку при купівлі їх нерезидентами;

•міжнародний лізинг, франчайзинг тощо.

Зазвичай, для боргового фінансування використовуються різні інструменти залежно від того, чи залучаються вони через спеціалізованих фінансових посередників або виходять на ринок без них.

Зокрема, іноземний капітал може бути залученим через міжнародний ринок облігацій.

Капіталізація світового ринку облігацій приблизно дорівнює капіталізації світового ринку акцій. При цьому майже 50 % усіх облігацій емітують у доларах США, 20 % – в японських ієнах, 30 % – в європейських валютах. Приблизно дві третини всіх облігацій становлять облігації урядів різних країн, хоча частка таких облігацій у різних валютах істотно різниться.

Більшу частину облігацій на міжнародному ринку випускають із *фіксованими відсотковими ставками (Straight Bonds)*, але існують також облігації з *плаваючими (змінними) ставками (Floating Rate Notes – FRNs)*, емітовані, зазвичай, у доларах США. Корпорації різних країн випускають також конвертовані облігації. Наприклад, японські фірми, які потребують фінансування у євро, випускають облігації, деноміновані у євро, що можуть бути конвертовані у звичайні акції японських компаній. Придбання таких облігацій може надати перевагу в таких випадках:

- ↪ падіння ринкових відсоткових ставок на інвестиційному ринку, що призводить до зростання курсу облігації (як і на ринку власне європейських облігацій);
- ↪ зростання курсу акцій японських компаній (у цьому випадку облігації можуть бути конвертовані в акції);
- ↪ зростання курсу японської ієни щодо євро (облігації можуть бути конвертовані в актив (акції) у японських ієнах).

Крім того, облігації можуть випускатися в одній валюті (наприклад, у японських ієнах) із відсотковим купоном, який може виплачуватися у цій же валюті, а погашатися в іншій (наприклад, у доларах США). Використання таких двовалютних облігацій може принести інвестору додатковий дохід за рахунок сприятливої зміни курсів валют.

Позичальниками на ринку облігацій є центральні уряди країн, урядові організації, регіональні та місцеві органи влади, промислові та фінансові корпорації. Слід зазначити, що високоризикові позичальники (наприклад, деякі країни Африки або Латинської Америки) на міжнародний міжбанківський ринок безпосередньо не допускаються. Проте такі країни можуть одержати позики із цього ринку за посередництвом наднаціональних організацій, зокрема, Світового банку, Міжнародного банку реконструкції та розвитку, регіональних банків розвитку. Ці наднаціональні організації позичають

на міжнародному ринку єврооблігацій і частину цих позик надають від свого імені країнам з високим ризиком.

Різновидом міжнародних боргових зобов'язань є **єврооблігації (євро-бонди)** – це цінний папір, деномінований у валюті, відмінний від валюти країни емітента, що розміщуються через синдикат андеррайтерів серед іноземних інвесторів, для яких така валюта, зазвичай, є також іноземною. Ці цінні папери підтверджують зобов'язання емітента сплатити їхню номінальну вартість у визначений строк та відсотки за визначеною процентною ставкою.

На ринку єврооблігацій майже відсутні регулювання й обмеження, цей ринок немає місця фізичного розташування, але більша частина облігацій, якими торгують на ньому, котирується на Люксембурзькій фондовій біржі. Майже всі угоди з єврооблігаціями здійснюються цілодобово по всьому світу через фінансові інститути, які утворили Асоціацію дилерів міжнародних облігацій (*Association of International Bond Dealers – AIBD*).

У міжнародних економічних відносинах досить часто використовується механізм комерційного кредиту, який характеризується поєднанням міжфірмових розрахунків і кредитування за відкритим рахунком. Поширений у світовій економіці і внутрішній корпоративний комерційний кредит, який надається транснаціональними корпораціями (ТНК) своїм філіалам у вигляді відстрочки платежу за товарні поставки.

До нетрадиційних механізмів комерційного кредиту у фінансуванні інвестиційних проектів належить кредитування за контрактом типу «френчайзинг».

Френчайзинг – це угода, за якою власник продукту, технологічного процесу, послуги або навіть торговельної марки надає право користуватися своїм ім'ям (ліцензію) за певну нагороду.

Нагорода за ліцензію (френшизу) може бути прямою – у формі певної грошової суми (роялті) або неповною – у формі зобов'язання купувати ті товари чи послуги, з яких власник ліцензії має комерційний інтерес.

Розрізняють такі типи френчайзингових контрактів:

- ☞ збутові угоди (продуктивний френчайзинг або роздрібний френчайзинг);
- ☞ ліцензії на виробництво;
- ☞ угоди про використання особистого імені;
- ☞ комплексний френчайзинг.

Френчайзинг дуже поширений у сфері торгівлі, ресторанного та готельного бізнесу, індустрії побутових послуг тощо. В Україні успішно діють такі френчайзингові мережі, як «Кока-кола», «МакДональдз», «Форнетті» та ін.

Іншим борговим інструментом залучення іноземного інвестиційного капіталу є **міжнародний лізинг** – вид інвестиційно-підприємницької діяльності, пов'язаної з придбанням майна та передаванням його в користування

за договором державі в особі її уповноважених органів, фізичній або юридичній особі на визначений термін з метою одержання прибутку (доходу) або досягнення соціального ефекту з урахуванням амортизації предмета лізингу за участю лізингодавця, постачальника, лізингоодержувача та інших учасників лізингового проекту;

Основними суб'єктами такого лізингу є:

- *Лізингові компанії*, якщо такі передбачені національним законодавством сторін, – комерційні організації, засновницькими документами яких передбачено здійснення лізингової діяльності. Лізингові компанії в лізингових операціях виступають у ролі лізингодавця або лізингоодержувача під час здійснення операцій сублізингу.
- *Об'єднання лізингових компаній та інших суб'єктів лізингової діяльності* – національні та міжнаціональні комерційні та некомерційні об'єднання з утворенням і без утворення юридичної особи, що створюються для реалізації великих проектів і програм, отримання додаткових вигод і досягнення соціального ефекту.
- *Господарюючі суб'єкти* – суб'єкти господарської діяльності, які не мають спеціалізованої ліцензії на проведення лізингових операцій, в лізингових операціях виступають у ролі лізингоодержувача, постачальника, страхувача, гаранта, інвестора, кредитора, покупця, за винятком кредитно-фінансових установ, які в лізингових операціях можуть виступати також у ролі лізингодавців, а також в інших випадках, передбачених національним законодавством.

Складовою частиною міжнародного лізингу, в якому беруть участь лізингові компанії та господарюючі суб'єкти двох і більше держав, – є *міждержавний лізинг*, основними видами якого є:

- ❖ **фінансовий лізинг** – вид середньо- і довготермінового лізингу, який передбачає виплату лізингоодержувачем протягом періоду дії договору про лізинг сум, що покривають повну вартість амортизації предмета лізингу або більшу її частину;
- ❖ **операційний (оперативний) лізинг** – вид лізингу, що укладається на термін менший, ніж амортизаційний період. Після закінчення договору про лізинг предмет лізингу повертається лізингодавцю і знову здається в лізинг;
- ❖ **зворотний лізинг** – вид лізингу, за якого постачальник предмета лізингу продає його лізинговій компанії, а та в свою чергу здає цей предмет в лізинг колишньому постачальнику предмета лізингу;
- ❖ **компенсаційний лізинг** – вид лізингу, за умовами якого як лізингові платежі лізингоодержувач може постачати лізингодавцю товар, вироблений з використанням предмета лізингу.
- ❖ **бартерний лізинг** – вид лізингу, за умовами якого як лізингові платежі лізингоодержувач може поставляти лізингодавцю будь-який товар, що є

у нього в наявності, за згодою лізингодавця прийняти цей товар як лізинговий платіж.

Найбільш поширений міжнародний лізинг вантажних автомобілів, морських та повітряних суден, комп'ютерної техніки. Постачання техніки та обладнання на лізинговій основі пропонують «RENAUT», «DAF», «SCANIA», «IBM», «HP» та інші. Цілий ряд закордонних компаній висловили готовність розвивати співробітництво з вітчизняними лізинговими компаніями щодо поставки в Україну на лізинговій основі сільськогосподарської та тракторної техніки та обладнання – «JOHN DEER», «NEUERO», «URSUS», «PROKOP»; будівничої техніки – «ZEPPELIN», «TATRA», «CONDOR»; авто – «MAN», «MERCEDES», «MITSUBISHI», «VOLVO». Такі компанії вимушені організувати бізнес в Україні у зв'язку з насиченням їх власного ринку та загостренням на ньому конкуренції.

Важливою складовою міжнародної інвестиційної діяльності є *державна іноземна допомога*. Вона за призначенням не має комерційного характеру і надається тільки на пільгових умовах. Структурно її формують гранти, пільгові позики та технічна й інформаційно-консультаційна допомога, що мають як двох-, так і багатосторонню основу.

Наприклад, активним іноземним інвестором країн, що розвиваються є Уряд Сполучених Штатів Америки, який у 1961 року створив *Агентство США з міжнародного розвитку (USAID)*. Це провідна установа з виконання програм міжнародної економічної та гуманітарної допомоги. Штаб-квартира USAID знаходиться у Вашингтоні, округ Колумбія. Агентство також має регіональні Місії у: Центральній та Південній Африці, Азії та на Близькому Сході, Латинській Америці та країнах Карибського басейну, а також у Європі та Євразії.

Починаючи з 1992 року, Регіональна Місія Агентства США з міжнародного розвитку (USAID) в Україні, Молдові та Білорусі надає допомогу у здійсненні переходу до ринкової економіки на широкій суспільній базі. При тому, що перед кожною з країн стоять свої унікальні завдання у процесі розвитку, програми Місії у всіх трьох державах здійснюються за такими основними напрямками, як демократія та самоврядування, економічне зростання та розвиток соціального сектору.

USAID здійснює свої проекти у тісній співпраці з приватними добровольчими організаціями США, американськими компаніями та іншими державними та міжнародними організаціями.

Допомога USAID у реформуванні соціального сектору в Україні передбачає захист найменш захищених верств населення: літніх людей, дітей, інвалідів, безпритульних, людей з алкогольною та наркотичною залежністю. Діяльність у цій сфері охоплює багато програм, серед яких – підтримка у реформуванні державної солідарної пенсійної системи і запровадженні приватного пенсійного страхування, зміцненні системи перерозподілу державних коштів у наданні соціальних послуг на належному рівні, а також розви-

тку управлінського потенціалу місцевих організацій у наданні соціальних послуг. USAID розробило декілька програм, спрямованих на поліпшення забезпечення соціальних послуг шляхом співпраці з місцевими органами влади та місцевими неурядовими організаціями, мережа яких постійно зростає.

USAID нещодавно затвердило свою нову стратегію заходів по боротьбі з ВІЛ/СНІД в Україні на наступні 5 років, що має на меті утримати поширення ВІЛ на рівні менше 5 %.

Прикладом державного іноземного інвестування в Україні є також підписана 7 квітня 2006 року урядом Швеції *Грантова угода* на загальну суму 29 млн 400 тис. шведських крон (приблизно 3,5 млн дол. США). Грант надається Шведським міжнародним агентством з розвитку (SIDA) на співфінансування проекту «Удосконалення системи соціальної допомоги», який впроваджує Міністерство праці та соціальної політики на кошти позики Світового банку.

Грант спрямований на надання технічної допомоги для розвитку потенціалу Міністерства праці та соціальної політики, Міністерства фінансів та Державного комітету статистики за такими напрямками:

- а) оцінка програм соціальної допомоги, у т. ч. методологічну допомогу;
- б) управління програмами та визначення їх бюджету, які орієнтовані на отримання результату;
- в) інформування громадськості про реформи в галузі соціальної допомоги, політики соціальної допомоги та послуг, що надаються.

Мета гранту – допомогти зробити українську систему соціальної допомоги ефективнішою та орієнтованою на споживача завдяки розвитку мережі сучасних офісів соціальної допомоги на місцях та впровадження програм, спрямованих на підтримку тих верств населення, які потребують допомоги.

У країн-донорів, зазвичай, промислово розвинених країн, превалюють політичні та стратегічні пріоритети при наданні допомоги тій чи іншій країні. Однак, як показує практика, майже в усіх випадках має місце соціальне та економічне обґрунтування грантів, пільгових позик, технічної й інформаційно-консультаційної допомоги. Очевидною є також тенденція подорожчання іноземної допомоги та перевалювання позик над грантами.

Особливої уваги заслуговують приватні іноземні інвестиції соціальної спрямованості.

Зокрема, активним учасником інвестування соціального розвитку України є **Міжнародний фонд «Відродження» (МФВ)**, який є однією з перших добровільних організацій, створених для сприяння розвитку відкритого й демократичного суспільства в Україні.

Міжнародний Фонд «Відродження» є частиною міжнародної мережі фондаций **Дж. Сороса**, це юридична особа, яка діє відповідно до чинного національного законодавства. Фонд скеровує фінансову підтримку ініціати-

вам українських громадян. Як недержавна організація, що перебуває під громадським контролем, МФВ визначає свою стратегію незалежно від державних структур та урядів іноземних держав-донорів.

Методи діяльності МФВ в Україні подібні до методів, які використовують організації, підтримані паном Дж. Соросом, в інших країнах. Однак їх пристосовано до українських умов, оскільки МФВ – це українська громадська добродійна організація. Фінансова база МФВ складається з приватних внесків, які забезпечує Дж. Сорос. Деякі з програм МФВ здійснюються спільно з українськими, міжнародними та іноземними донорськими організаціями, що працюють в Україні.

Міжнародний фонд «Відродження» фінансує проекти у сфері освіти, культури, видавничій та інформаційній сферах, охорони здоров'я, соціальної сфері, сприяє досягненню прозорості та відкритості законодавства та управління державою, створенню реальних умов для забезпечення впливу громадськості на державну політику, розвитку та зміцненню незалежних засобів масової інформації, становленню громадянського суспільства, інтеграції громад національних меншин та забезпеченню міжнаціонального миру та толерантності.

Водночас фонд не підтримує проекти:

- ☞ що не відповідають пріоритетам програмної діяльності МФВ;
- ☞ які мають комерційний характер;
- ☞ з гуманітарної допомоги;
- ☞ подані від фізичних осіб, політичних партій чи релігійних громад.

Програмна діяльність МФВ здійснюється як через надання грантів недержавним організаціям, освітнім, просвітницьким та культурним установам і підприємствам (видавництва), так і через операційні проекти, ініційовані і виконувані самим фондом.

Фінансову підтримку отримують проекти, що посилюють вплив громадянського суспільства в Україні, сприяють становленню верховенства права, розвиткові незалежних засобів масової інформації, інформаційних ресурсів для відкритого суспільства, освіти, культурі, місцевому самоврядуванню, перекладу кращих творів світової суспільно-гуманітарної думки, реформам у сфері охорони здоров'я, розвою національних меншин та їх інтеграції в суспільство України.

9.3. МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНІ ІНСТИТУТИ ТА ЇХ НАПРЯМИ ДІЯЛЬНОСТІ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ

Міжнародні валютно-фінансові та кредитні відносини посідають особливе місце у світовому господарстві, бо в них переплітаються політика й економіка, дипломатія та комерція, промислове виробництво, торгівля, фінанси і т.п. У широкому розумінні міжнародні валютно-фінансові та кредитні відносини – це сукупність економічних відносин, які пов'язані з вхо-

дженням світового ринку до процесу кругообігу міжнародного фінансового капіталу. Вони розглядаються одночасно як сукупність взаємопов'язаних елементів: валютних, фінансових та кредитних.

Інституціональна структура міжнародних валютних відносин містить численні міжнародні та регіональні валютно-фінансові установи, що створюються на базі багатосторонніх міждержавних угод. Їх мета – сприяти розвитку міжнародної економіки, зовнішньої торгівлі та валютно-фінансового співробітництва, підтримувати рівновагу платіжних балансів країн, що входять до них, регулювати курси їхніх валют, надавати кредити цим країнам і гарантувати приватні позики за кордоном. Роль цих установ різноманітна. Одні з них, маючи великі ресурси та повноваження, здійснюють регулювання міжнародних валютних відносин, надають позики, технічну допомогу, в інших – переважає інформаційно-аналітичний аспект діяльності.

Новий масштаб міжнародної діяльності, характерний сучасній стадії розвитку людської цивілізації, є наслідком дії тенденції до глобалізації у планетарному вимірі. Цей процес складається з множини глибинних трансформацій, які відбуваються в різних сферах людської діяльності. Переплітаючись та взаємодіючи, вони формують нову якість, більшу за суму окремих елементів: створюється глобальна система, яка в економічному середовищі проявляється як глобальна економічна система. В її виникненні та формуванні беруть участь різні чинники та суб'єкти, однак визначальна роль належить міжнародним організаціям, які як глобальні інституції виступають безпосереднім носієм цих процесів.

Для кожної країни, яка прагне розвиватися інтегральною складовою глобальної економічної системи, без чого неможливо існувати в сучасних умовах, співпраця з міжнародними фінансовими організаціями є неминучою. Але форми, механізми та наслідки такої співпраці є різними, незважаючи на те, що кожна з таких країн прагне максимізувати корисність від неї.

Для України ця проблема є особливо актуальна, бо діяльність глобальних фінансових інституцій є чинником, який суттєво впливає не лише на розвиток її економіки через реалізацію програм, спрямованих на ринкове реформування, структурну перебудову народного господарства та стабілізацію національної валюти, але й соціальної сфери. Водночас ця діяльність є чинником і нестабільності української економіки: фінансова заборгованість перед цими організаціями робить економічну систему уразливою, залежною від їх подальших кредитів.

Найбільш активною рушійною силою у стимулюванні глобалізаційного розвитку є **Світовий Банк**, який складається з двох установ – Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) та Міжнародної асоціації розвитку (МАР). Разом із Міжнародною фінансовою корпорацією (МФК), Багатобічним агентством по інвестиційних гарантіях (БАГІ) та Міжнародним центром по врегулюванню інвестиційних суперечок (МЦВІС) ці установи утворюють Групу організацій Світового банку. І хоча вони спеціалі-

зуються на різних аспектах процесу розвитку, їх об'єднує загальна мета – *світ без бідності*.

Світовий банк обмінюється з країнами думками про те, які заходи економічної політики є оптимальними для досягнення поставлених ними цілей в сфері розвитку, та надає їм технічну, консультаційну та фінансову допомогу. Клієнтами МБРР є країни з середнім рівнем доходів і бідні платоспроможні країни, тоді як зусилля МАР зосереджені лише на допомозі бідним країнам.

Діяльність Світового банку ґрунтується на принципах кооперації, а його акціонерами є країни, що розвиваються, та розвинені країни-члени. Їх представники – виконавчі директори, які визначають політику банку та здійснюють нагляд за його операційною діяльністю.

МБРР на кінець 2007 року налічує 185 країн-членів. Сукупний обсяг кредитування, наданого ним з часу створення в 1944 році, склав 433 млрд дол. США. 166 держав є членами МАР. Сукупний обсяг кредитних ресурсів, зарезервованих нею з часу її створення в 1960 році, склав 181 млрд дол. США [17, С. 4].

Світовий банк не є «банком» у загальному розумінні цього слова, бо це міжнародне співтовариство країн або «акціонерів», які мають своїх представників у Раді виконавчих директорів. Ці представники визначають політику банку та здійснюють нагляд за його діяльністю. У програмах допомоги Світового банку першорядна увага приділяється стійкому людському та соціальному розвитку, а також вдосконаленню управління економікою, з упором на соціальну інтеграцію, вдосконалення управління й інституційне будівництво. Бюджетні кошти та кредитні ресурси Світового банку часто доповнюються грантами та позиками, наданими учасниками спільного фінансування та партнерств, – таким чином формуються комплексні пакети допомоги країнам.

Основними тематичними напрямками надання кредитів залишаються, за невеликим винятком, ті, що й мають місце у стосунках «Світовий банк – країни, що розвиваються», кредити на:

- ✦ структурні перетворення (соціальний захист, структурні реформи);
- ✦ структурні реформи, які передбачають підтримку трудомістких громадських робіт та програм створення робочих місць;
- ✦ підвищення ефективності адресних заходів, що передбачали зниження рівня бідності (підтримка системи освіти малозабезпеченого населення, вдосконалення управління державним сектором, зміцнення фінансових установ тощо);
- ✦ розвиток приватного сектора через створення сприятливіших умов для приватних інвестицій;
- ✦ ліквідацію чи попередження надзвичайних ситуацій, надання життєво важливих послуг, підтримання рівня імпорту, відновлення необхідних

об'єктів інфраструктури, підтримання макроекономічної стабільності тощо;

- ↪ гуманітарний розвиток: підвищення якості освіти та розширення доступу до неї; заходи, що попереджують СНІД, передусім серед малозабезпечених верств населення; вирішення проблеми дитячої праці, яка набула поширення в країнах з транзитивною економікою;
- ↪ розвиток сільської місцевості та вдосконалення механізму управління природними ресурсами;
- ↪ відновлення інфраструктури, задоволення потреб біженців, допомога в адаптації колишніх військовослужбовців, допомога ветеранам війни тощо.

План роботи Світового банку з будь-якою країною ґрунтується на *Стратегії допомоги країні (СДК)*, яка, у випадку країн із низькими доходами, впливає з пріоритетів, що містяться у документі щодо стратегії зменшення бідності у відповідній країні. Кожна СДК напрацьовується у співпраці з урядом країни та всіма зацікавленими сторонами. Під час підготовки відповідної СДК можуть використовуватись результати аналітичної роботи, виконаної банком чи іншими сторонами стосовно широкого кола економічних і соціальних секторів на зразок охорони здоров'я, освіти, сільського господарства, видатків на державні потреби та складання бюджету, управління фінансами чи організації закупівель, та інших секторів. Ця стратегія є доволі гнучкою. Його сучасна схема діяльності активізує такі компоненти, як скорочення бідності, сприяння охороні навколишнього середовища, торгівлі та інтеграції, удосконаленню в галузі інформації та знань, розбудові міжнародної фінансової архітектури. Кожен з названих компонентів має специфічні риси, які і вирізняють форми реалізації цільової функції Світового банку від такої ж МВФ.

Так, наприклад, у Програмі скорочення бідності звернуто увагу на необхідність удосконалення здатності бідного населення керувати ризиками за умов подолання наслідків конфліктів, які сталися у Боснії та Герцеговіні, Союзній Республіці Югославії.

Співпраця Світового банку з Україною розпочалася 3 вересня 1992 року, коли на церемонії у Вашингтоні був підписаний оригінал (від 1945 року) «Статей Угоди» – Статуту Міжнародного банку реконструкції та розвитку. Україна стала 167-м членом Світового банку з оформленням передплати на 908 акцій (на суму 1315,9 млн дол. США) його акціонерного капіталу⁴.

Наслідком партнерських взаємин між Україною та Світовим банком після 1992 р. стали безліч спільних проектів, що сприяють удосконаленню

⁴ Україна в Міжнародному банку реконструкції та розвитку. Вступ України до МБРР. Статті угоди МБРР/ За заг. ред. Стельмаха В. С./ Упоряд. Шаповалов А. В., Єременко О. К. – К., 2006. – 144 с.

державного і приватного секторів, підвищенню ефективності сільського господарства і енергетики, захисту довкілля та зміцненню соціального сектору.

Завданням Світового банку в Україні є допомога у зміцненні економіки та покращенні умов життя громадян у світлі розвитку більш тісних стосунків з Європейським Союзом. Він фінансує проекти, надає консультації та здійснює аналітичні дослідження проблем, що стоять перед економікою України. Крім того, він підтримує зусилля країн, спрямовані на інвестування капіталу у людські ресурси шляхом будівництва шкіл, оздоровчих центрів, постачання питної води та електроенергії, формування орієнтованих на розвиток урядів та захисту довкілля.

Світовий банк розробляє та фінансує проекти на прохання уряду України. Після оцінки проекту та умов надання позики наступними є переговори, затвердження радою директорів та підписання кредитної угоди. Позика набуває чинності після її ратифікації Верховною Радою.

Кошти Світового банку в Україні йдуть на фінансування системних та інвестиційних проектів.

Зміст *системних проектів* полягає у зміні умов та правил діяльності певних секторів державного управління або галузей економіки. За системними проектами умовами впровадження проектів та надання позик регламентується здійснення певного переліку політичних заходів, серед яких можуть бути: прийняття певних законодавчих та нормативних актів щодо регулювання тієї чи іншої галузі, створення нових установ державного управління тощо. Кошти позик за цими проектами повністю надходять до державного бюджету, і відповідно погашаються лише за його рахунок.

Метою *інвестиційних проектів* є технічна реконструкція окремих існуючих підприємств певної галузі або регіону, створення нових підприємств або надання коштів на поповнення оборотних засобів підприємств. При цьому чітко визначається перелік товарів, послуг та робіт, які закуповуватимуться за рахунок позики Світового банку. Кошти позик на інвестиційні проекти використовуються окремими підприємствами або установами-бенефіціарами.

Починаючи з 1992 року Світовий банк працює в Україні у тісній співпраці з іншими міжнародними агенціями (Програма розвитку ООН, Європейська Комісія, ТАСІС, МВФ) та урядами інших країн (у т. ч. США, Великобританії, Канади, Німеччини, Японії, Нідерландів, Швеції, Швейцарії).

На сьогодні Світовий банк затвердив для України більше 4,5 млрд. доларів США для 33 операцій. З цих проектів 19 було вже реалізовано на 1 січня 2007 року. Близько десяти нових проектів перебувають на різних етапах підготовки. Поточні проекти Світового банку в Україні представлені у таблиці 9.2.

Таблиця 9.2.

Поточні проекти Світового банку в Україні станом на 1 січня 2007 року [5]

| <i>Поточні проекти в Україні</i> | <i>Сума позик в еквіваленті млн. доларів США</i> |
|--|--|
| Державний сектор | 338 |
| Проект соціального розвитку | 250 |
| Програма модернізації державної податкової служби | 40 |
| Модернізація державної системи статистики | 32 |
| Енергетика та інфраструктура | 330 |
| Проект реабілітації гідроелектростанцій | 106 |
| Проект покращення тепlopостачання у м. Києві | 200 |
| Проект покращення водопостачання м. Львова | 24 |
| Соціальний сектор | 196 |
| Фонд соціальних інвестицій | 50 |
| Проект контролю за епідеміями ТБ та СНІД | 60 |
| Рівний доступ до якісної освіти | 86 |
| Розвиток села | 195 |
| Видача земельних актів та створення системи кадастру | 195 |
| Приватний сектор | 35 |
| Україна: Розвиток через інтернет | 5 |
| Проект розвитку приватного сектору | 30 |

6 грудня 2007 року Рада виконавчих директорів Світового банку затвердила нову Стратегію партнерства з Україною (СПУ) на період 2008–2011 років, яка визначає пріоритети діяльності Групи Світового банку в Україні, у т. ч. кредитування та інвестиції, надання аналітичних і консультативних послуг, а також технічної допомоги.

У рамках СПУ передбачається надання позик на загальну суму від 2 до 6 мільярдів доларів США протягом чотирьох років. Обсяги щорічного кредитування визначатимуться низкою показників, зокрема таких, як поступ у проведенні структурних реформ, макроекономічна стабільність та покращення впровадження нинішніх позик Світового банку. До того ж Міжнародна фінансова корпорація (МФК) й надалі інвестуватиме значні кошти на підтримку приватного сектору в Україні.

⁵ Ukraine: Poverty Update, World Bank Report No. 39887 - UA, June 2007. (Оновлений звіт про бідність в Україні. Звіт Світового банку № 39887-UA, червень 2007 р.).

Операційний підхід цієї Стратегії партнерства із Україною спирається на три принципи, а саме: *вибірковість, гнучкість та партнерство*. Ці принципи безпосередньо впливають із досвіду впровадження попередньої СДУ, і повною мірою відповідають сучасній практиці, що застосовується у країнах із середнім рівнем доходів.

Крім того, СПУ пропонує двовекторну стратегію підтримки. Загальна мета першого вектора – сприяти сталому економічному зростанню та посиленню конкурентоспроможності України. Другий вектор має на меті реформу державних фінансів, державного управління та поліпшення публічних послуг.

У СПУ на 2008–2011 роки підкреслюється міцний взаємозв'язок між збільшенням інвестицій в інфраструктуру, з одного боку, та поліпшенням інвестиційного клімату й умов підприємництва, з іншого. Поліпшення інфраструктурних послуг безпосередньо та позитивно впливає на інвестиційний клімат. А поліпшення інвестиційного клімату сприяє залученню приватних інвестицій, які дозволяють вирішити головні проблеми інфраструктури.

Зважаючи на темпи економічного росту, які демонструються Україною останніми роками, можна також припустити, що ця Стратегія партнерства може стати для України останньою перед, так званою, «випускною програмою». За розрахунками економістів Світового банку, відповідно до базового макрофінансового сценарію, рівень ВВП в Україні становитиме на період 2011–2015 років в середньому 4244 дол США на душу населення, що за діючими вимогами Світового банку впритул наблизить Україну до «випускних» країн, які за рівнем свого розвитку втрачають право на запозичення від МБРР [6].

Отже, Світовий банк відіграє значну роль у забезпеченні макроекономічної стабільності в Україні, впровадженні основних економічних реформ, а наявність його програм та проектів в економічній та соціальній сферах України слугують не лише підвищенням рівня життя населення, але й певним індикатором для інших іноземних інвесторів.

Серед широкого кола учасників міжнародної інвестиційної діяльності в Україні сьогодні вагоме місце посідає ***Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР)***. Головна мета його діяльності – розвиток підприємництва, роздержавлення та приватизація, фінансова підтримка малого та середнього приватного бізнесу.

Банк відіграє роль каталізатора економічних змін, сприяє залученню іноземних та місцевих інвестицій у країнах операцій, а також допомагає іншим установам державного та приватного секторів. За статутом не менше

⁶ Кореняко М. Взаємовідносини України зі Світовим банком: оцінка результатів та перспективи співпраці// Ринок цінних паперів України. – №3-4, 2007 р. С. 9–16.

ніж 60 % обсягу його фінансування повинні бути спрямовані на реалізацію проектів у приватному секторі.

Україна стала членом ЄБРР в серпні 1992 року. У листопаді того ж року Рада директорів схвалила стратегію діяльності в Україні. Відповідно до неї, він зосереджується на підтримці реформ у фінансовій галузі, проведенні приватизації та після приватизацій підтримці підприємств, фінансуванні проектів у сільському господарстві, енергетиці, транспорті та охороні навколишнього середовища.

Основними напрямками діяльності банку на Україні є:

- надання прямих кредитів та участь у спільному (з іншими кредиторами) фінансуванні;
- інвестування акціонерного капіталу підприємств приватного та державного сектора;
- гарантоване розміщення цінних паперів, випущених приватними та державними підприємствами;
- полегшення доступу підприємствам до внутрішніх та міжнародних ринків капіталу шляхом надання гарантій, фінансових консультацій та сприяння в інших формах;
- надання або участь у позиках та надання технічного сприяння для реконструкції й розвитку інфраструктури.

Функції банка **як кредитора** реалізуються через *механізм спільного фінансування* (паралельного та синдикуваного) разом з місцевими чи іноземними банками. У таких випадках робота з підготовки та експертизи проектів надається банку-учаснику спільного фінансування на принципах фінансування, що встановлені ЄБРР. Причому, паралельне фінансування здійснюється у випадках, коли кредити ЄБРР та учасників спільного фінансування використовуються для фінансування окремих комплектів товарів та послуг.

Синдикувана участь реалізується у випадках, коли ЄБРР зобов'язується фінансувати весь кредит та під час або після оформлення кредиту продає свою участь в ньому іншому банку чи банкам. У такому разі ЄБРР несе зобов'язання за всією сумою, але частину свого зобов'язання фінансує за рахунок покупця частки участі.

З метою фінансування приватних малих та середніх підприємств банк також надає визначеному колу фінансових посередників (зазвичай, банкам) пряме середньо- та довгострокове фінансування через *механізм кредитних ліній*. Схема реалізації такого типу фінансування представлена на рис. 9.4.

Подібно до Міжнародної фінансової корпорації, інструментом фінансування ЄБРР виступають інвестиції в акціонерні капітали. Банк **як інвестор** здійснює інвестування в акціонерний капітал у різних формах, у т. ч. підписку на прості та привілейовані акції; інвестування квазіакціонерного капіталу, починаючи від субординованих кредитів, боргових зобов'язань, векселів та закінчуючи привілейованими акціями, що вільно викупаються.

Він також бере активну участь в акціонерному капіталі інвестиційних фондів.

Виконуючи функцію **гаранту**, банк гарантує розміщення акцій, випущених державними чи приватними підприємствами, надає гарантії різних типів (гарантії від всіх ризиків чи конкретних ризиків). Проте, незважаючи на широке коло повноважень банку, його основним фінансовим інструментом виступають забезпечені та незабезпечені гарантії.

У своїй діяльності в Україні банк завжди керується такими основними принципами:

- а) він не повинен конкурувати з іншими організаціями;
- б) банк спеціалізується на сприянні у проведенні реформ країнами, що мали планову економіку;
- в) банк вкладає кошти, передусім у приватний сектор.

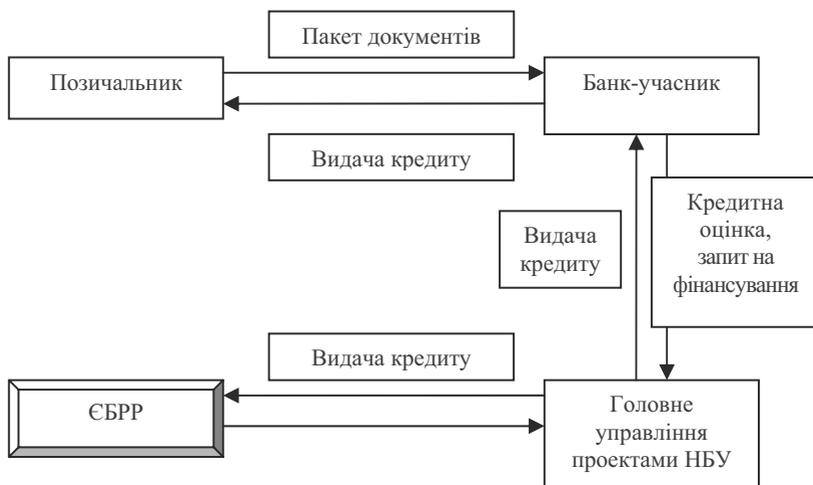


Рис. 9.4. Схема організації проектного фінансування в Україні через механізм кредитних ліній
Сьогодні стратегія СБРР для України визначає такі пріоритети діяльності:

- ➔ укріплення банківського та фінансового сектору, забезпечення фінансових потреб малого та середнього бізнесу;
- ➔ допомога у комерціалізації та структурних реформах у сфері муніципальних послуг та інфраструктури (зокрема, транспорту, телекомунікацій) та секторів енергозбереження;
- ➔ ядерна безпека та проект завершення будівництва двох блоків на Рівненській та Хмельницькій АЕС;
- ➔ підтримка та реструктуризація промислового сектору з метою підвищення ефективності приватизації, реструктуризації великих підприємств, залучення стратегічних іноземних інвесторів, покращен-

ня корпоративного управління та підвищення міжнародної конкурентоспроможності українських підприємств. Особливий акцент ставиться на агропромисловий комплекс, виробництво товарів широкого споживання, підтримку підприємств, діяльність яких орієнтована на експорт.

Банк продовжує тісно співпрацювати з іншими міжнародними фінансовими установами, які діють в Україні, з метою забезпечення послідовності підходів до органів влади України у сферах, які становлять спільний інтерес, наприклад, щодо реформування енергетичної галузі та розвитку фінансового сектору, а також для того, щоб за необхідності програми доповнювали одна одну і не перетинались.

Варті уваги також інші міжнародні інвестиційні інституції, які здійснюють активну інвестиційну діяльність в Україні.

Серед них – *Європейський інвестиційний банк (ЄІБ)*, поточна діяльність якого в Україні здійснюється на основі рішення Ради Європейського Союзу (2005/48/ЄС) щодо діяльності ЄІБ в Росії, Україні, Білорусі та Молдові, та подальшого підтвердження від Комісії ЄС щодо початку діяльності ЄІБ в Україні від травня 2005 року ЄІБ почав свою діяльність в Україні після ратифікації Верховною Радою України Рамкової угоди між ЄІБ та Україною у лютому 2006 року.

Загальна максимальна сума фінансування складає 500 млн. євро. Зокрема, можуть фінансуватись проекти в таких галузях:

- 1) охорона довкілля;
- 2) транспорт, телекомунікації та енергетична інфраструктура на пріоритетних магістралях Трансевропейської мережі, які мають транскордонний вплив для держав-членів ЄС.

Діяльність ЄІБ щодо кредитування відповідає критерію співробітництва та, у відповідних випадках, співфінансування з іншими міжнародними фінансовими установами, що забезпечує достатній розподіл ризиків та застосування відповідних умов проектів.

9.4. СПЕЦІАЛЬНІ ЕКОНОМІЧНІ ЗОНИ, МЕТА СТВОРЕННЯ ТА ШЛЯХИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ

Діючим напрямом розвитку економіки окремих територій і регіонів, орієнтованим на рішення конкретних пріоритетних економічних завдань, реалізацію стратегічних програм та проектів є створення *спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ)*.

Відповідно до документів Міжнародної конвенції зі спрощення та гармонізації митних процедур (Кіото, 18 травня 1973 року), *Вільна економічна зона (ВЕЗ)* – це частина території країни, на якій товари розглядаються як об'єкти, що знаходяться за межами митної території, і не підлягають звичайному митному контролю та оподаткуванню [12].

Основне завдання ВЕЗ полягає у залученні інвестицій і нових технологій, створенні нових робочих місць, збільшенні валютних надходжень до країни, розвитку інфраструктури тощо. За допомогою таких зон вирішуються стратегічні завдання економічного зростання окремих регіонів і, нарешті, народного господарства всієї країни.

У світі існує багато модифікацій вільних економічних зон, які умовно можна поділити на такі групи, див. рис. 9.5.

Торгово-складські зони – це зони, у яких товари іноземного походження можуть зберігатися, продаватися і купуватися без оплати звичайних мит. У складі цих зон розрізняють *зони зовнішньої торгівлі* (США), *вільні митні зони* (Угорщина), *вільні безмитні зони* (Болгарія) та *вільні порти* (Німеччина). Усі торгово-складські зони організуються переважно в морських та річкових портах, на залізничних вузлах та в аеропортах. Вони завжди відокремлені від економічного простору країни митною і навіть державною межею.

Експортно-виробничі зони. Ці зони призначені для виробництва товарів для експорту. Вони мають право на безмитну торгівлю у митному та торговельному режимі країни та надають іноземним інвесторам податкові та фінансові пільги. Мета створення цих зон полягає у насиченні країни сучасними товарами та технологіями, об'єднання підприємств для виробництва експортно-привабливої продукції. Експортно-виробничі зони створюються, насамперед, для залучення іноземного капіталу до національної економіки, створення експортних підприємств і нових робочих місць, збільшення надходження іноземної валюти, впровадження до господарської практики останніх досягнень НТП. У загальній сукупності експортно-виробничих зон розрізняють зони *спільного підприємництва* (Угорщина, Болгарія), *зони вільного підприємництва* (США), *підприємницькі зони* (Великобританія), *спеціальні економічні зони* (КНР).

Самостійну групу мають **науково-технологічні зони**. Відмінною рисою цих зон є те, що на їх території об'єднується наукова та виробничо-технологічна діяльність у формі сучасних наукомістких фірм, зосереджених навколо значного науково-дослідного центру або університету. Мета створення таких зон – мобілізувати всі доступні матеріальні і трудові ресурси для прискорення передавання нових високих технологій у промисловість, забезпечити нові робочі місця та інше.

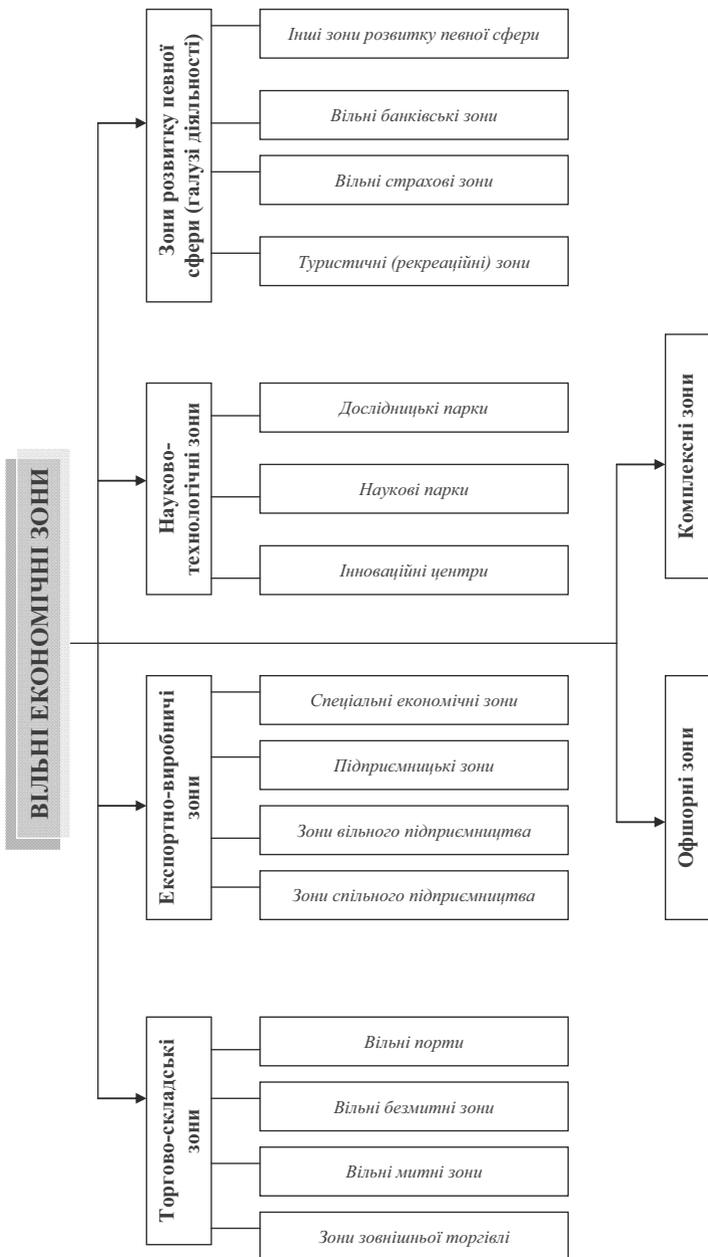


Рис. 9.5. Класифікація спеціальних (вільних) економічних зон

Науково-технологічні зони можуть існувати у вигляді:

- *інноваційних центрів* – це економічна структура, розміщена в межах невеликої ділянки і призначена для невеликої тільки-но створеної компанії;
- *науковий парк* – це досить велика територія, на якій розміщуються наукомісткі фірми різних розмірів і стадій розвитку, що дозволяє розгортати невеликі виробництва на основі науково-технічних розробок місцевого дослідницького центру;
- *дослідницький парк* – це структура, в рамках якої науково-технічні нововведення розробляються тільки до стадії технічного прототипу.

Особливою групою вільних економічних зон, є зони, які створюються з метою **розвитку певної сфери діяльності (галузі)**. До них належать *туристичні (рекреаційні) зони, вільні страхові зони, банківські вільні зони та інші*.

Туристичні (рекреаційні) зони надають широкі можливості для відпочинку та туризму, а розташовані у місцях рекреації. Вони, так само як і митні зони, є найбільш привабливими об'єктами вкладання іноземного капіталу, оскільки вимагають порівняно менших первинних інвестицій внаслідок того, що вони формуються на базі виробничої та соціальної інфраструктури, що сформована. У межах цих зон створюється пільговий режим підприємницької діяльності для залучення іноземного капіталу. Для решти суб'єктів господарювання запроваджується спеціальний пільговий податковий режим, який дозволяє накопичувати кошти для облаштування територій з подальшим наданням їм зонального пільгового режиму господарювання.

Причиною створення *вільних страхових зон* стали надзвичайно жорсткі нормативи, що регулювали страхові операції. *Банківські вільні зони* є географічними зонами, у яких банки можуть вільно здійснювати свою діяльність і мати ділові стосунки з клієнтами, що мешкають в інших країнах. Засобами створення банківських зон вдається уникнути застосування норм з контролю валютного обміну й обов'язкового застосування резервних коефіцієнтів.

До окремої групи входять *офшорні зони (юрисдикції)* – це країна або окремі території країн, де на державному рівні для певних типів компаній, власниками яких є іноземці, встановлені значні пільги з оподаткування, частково або повністю зняті митні та торгові обмеження, знижені або відсутні вимоги до бухгалтерського обліку та аудиту. *Офшорна компанія* (компанія, зареєстрована у юрисдикції з низьким оподаткуванням або звільнена від сплати податків на основі невеликої фіксованої плати) може отримати пільги тільки у разі володіння компанією іноземцями, а прибуток повинен вилучатися за межами юрисдикції, де вона зареєстрована. *Офшорній компанії* заборонено вести підприємницьку діяльність у країні реєстрації, тому що в іншому випадку держава поставила б в нерівні умови місцеві фірми, порівняно з офшорними, які мають податкові пільги.

Частіше офшорна зона створюється там, де слабо розвинута економіка та інших можливостей для залучення іноземного капіталу немає. Офшорна компанія не обтяжує зону додатковими витратами, а навпаки, забезпечує надходження фінансового капіталу в її економіку за рахунок оплати праці офісних службовців, придбання майна або нерухомості та різноманітних реєстраційних зборів. З часом деякі юрисдикції можуть зробити серйозні прориви у рівні економічного розвитку. Як приклад можна навести Сінгапур, Гонконг, Ірландію, Кіпр. Зокрема, на Кіпрі 28 тисяч зареєстрованих офшорних компаній приносять цій країні дохід у \$200 млн на рік, а дохід на душу населення складає \$12 тис.

Офшорні зони можна класифікувати за мірою надійності.

До *першої* групи увійшли: Гонконг, Сінгапур, Люксембург, Швейцарія, Дублін, Гернсі, острови Мен і Джерсі; *другої* – Андорра, Бахрейн, Барбадос, Бермуди, Гібралтар, Лабуан (Малайзія), Макао, Мальта, Монако; *третьої* – Антигуа і Барбуда, Аруба, Беліз, Британські Віргінські острови, Кайманові острови, острови Кука, Коста-Ріка, Кіпр, Ливан, Ліхтенштейн, Маршалові острови, Маврикій, Науру, Антильські острови (Нідерланди), Панама, острів Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Самоа, Сейшели, Багами, Вануату.

Під *надійною офшорною зоною* розуміють зону, у якій відсутня банківська таємниця, розвинуті наглядові органи і законодавство. Єдиним правилом, що за ними визнається, є наявність податкових пільг для нерезидентів. Офшори, у яких реєструються українські та російські компанії належать до третьої, найменш надійної, групи. Вони найбільш закриті для правоохоронних органів Європейського Союзу.

У сучасний час домінують *комплексні зони*, які поєднують риси усіх згаданих вище зон. Комплексні зони створюються для розвитку окремих галузей виробництва (Польща), відродження певних регіонів (США), залучення в економіку іноземних інвестицій, розвитку кредитних, валютних і банківських відносин. Комплексні зони часто ототожнюють з підприємницькими зонами.

Діяльність ВЕЗ в Україні, процедуру їх створення, взаємовідносини з місцевою виконавчою владою регламентує ціла низка законів. Але головними є Закон України «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» від 13 жовтня 1992 року, № 2673-ХІІ та Концепція створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні, затверджена Постановою Кабінету Міністрів від 14 березня 1994 року, № 167.

Згідно зі ст. 1 Закону України «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон», спеціальною (вільною) економічною зоною визначається частина території України, на якій встановлюються і діють спеціальний правовий режим економічної діяльності та порядок застосування і дії законодавства України [2]. На території спеціа-

льної економічної зони (СЕЗ) запроваджуються пільгові митні, валютно-фінансові, податкові та інші умови економічної діяльності вітчизняних та іноземних юридичних і фізичних осіб.

Метою створення СЕЗ задекларовані залучення іноземних інвестицій, активізація спільно з іноземними інвесторами підприємницької діяльності для нарощування експорту товарів і послуг, збільшення поставок на внутрішній ринок високоякісної продукції та послуг, залучення і впровадження нових технологій, ринкових методів господарювання, розвитку інфраструктури ринку, поліпшення використання природних і трудових ресурсів, прискорення соціально-економічного розвитку України.

При створенні спеціальних (вільних) економічних зон враховуються такі фактори розміщення:

- ❖ місцезнаходження СЕЗ повинно сприяти зовнішнім і внутрішнім можливостям для реалізації намічених цілей;
- ❖ наявність достатнього ресурсного потенціалу (природно-кліматичні умови, науково-виробничий потенціал, трудові ресурси);
- ❖ забезпеченість об'єктами виробничої та соціальної інфраструктури згідно із міжнародними стандартами;
- ❖ розвинена система комунікацій, розгалужена транспортна мережа;
- ❖ відсутність екологічних обмежень щодо створення СЕЗ.

У разі створення СЕЗ за ініціативою Президента України чи Кабінету Міністрів України рішення про створення СЕЗ приймається після одержання письмової згоди місцевої ради народних депутатів України та місцевої державної адміністрації, на території якої передбачається розташувати спеціальну (вільну) економічну зону. Для створення СЕЗ необхідно подати такі документи:

- 1) рішення місцевої Ради або місцевої державної адміністрації з клопотанням про створення СЕЗ на їх території, або письмова згода у випадку, коли ініціатива йде від Президента України або Кабінету Міністрів;
- 2) проект положення про статус, систему управління і офіційну назву СЕЗ;
- 3) точний опис кордонів і карта території СЕЗ;
- 4) техніко-економічне обґрунтування доцільності створення та функціонування СЕЗ;
- 5) проект Закону про створення конкретної СЕЗ.

Техніко-економічне обґрунтування зони повинне містити: мету та галузеву спрямованість її діяльності; етапи розвитку із зазначенням часу на їх здійснення; міру розвитку виробничої і соціальної інфраструктури; складові частини підприємництва і перспективи їх розвитку; вихідний рівень розвитку економічного, наукового та іншого потенціалу, рівень забезпеченості кваліфікованими кадрами; обсяги, джерела та форми фінансування на кож-

ному етапі розвитку економічної зони, а також обґрунтування режиму ціноутворення, оподаткування, митних і валютно-фінансових умов.

Зазвичай, управління СЕЗ здійснюють органи *господарського розвитку та управління* – адміністрації, які є юридичними особами, створюються суб'єктами зони за погодженням з місцевими радами, на території яких створено СЕЗ. Орган господарського розвитку та управління й суб'єкти економічної діяльності СЕЗ є самостійними у здійсненні своєї діяльності.

З метою координаційної та методологічної роботи в Україні створено Агентство з питань спеціальних (вільних) економічних зон, уповноважене проводити експертизу окремих інвестиційних проектів з метою:

↗ запобігання негативних наслідків реалізації інвестиційних проектів щодо виконання державних програм економічного, науково-технічного і соціального розвитку;

↗ запобігання зменшення надходжень до бюджетів;

↗ визначення джерел покриття можливих збитків.

На території України діє 12 спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ), див. табл. 9.3. та 9 регіонів, де запроваджений спеціальний режим інвестиційної діяльності (ТПР), у тому числі, в Автономній Республіці Крим, Волинській, Донецькій, Закарпатській, Житомирській, Луганській, Чернігівській областях, а також у містах Харків та Шостка Сумської області.

Загальна територія, на яку поширюється режим СЕЗ та ТПР становить 6360 тис. га, або 10,5 % території України, у тому числі, СЕЗ – 121 тис. га та ТПР – 6239 тис. га. Кількість областей, на територіях яких діють режими СЕЗ та ТПР – 12, районів – 41, а міст – 58.

Інвестор отримує право на ці пільги за таких особливих умов, див. табл. 9.4.:

- реалізація інвестиційних проектів у пріоритетних видах економічної діяльності;

- реалізація інвестиційних проектів кошторисною вартістю не меншою встановленої мінімальної межі (від US \$ 200 тис. до US \$ 3 млн.) залежно від галузі виробництва;

- затвердження інвестиційних проектів відповідним органом управління СЕЗ чи ТПР;

- укладання договору на реалізацію інвестиційного проекту з відповідним органом управління СЕЗ чи ТПР;

- розташування та державна реєстрація на території СЕЗ.

Вільні економічні зони України¹

| Назва ВЕЗ (регіон) | Підстава створення | Термін дії | Мета створення | Мінімальний розмір інвестицій, за яких інвестор отримує пільги | Обсяг залучених інвестицій в ВЕЗ |
|--|--|----------------------------------|---|--|----------------------------------|
| “Славутич” м. Славутич Київська обл. | Указ Президента від 18.06.1998 р. та Закон України від 03.06.1999 р. | З 18.06.1998 р. по 01.01.2020 р. | Створення робочих місць в м. Славутич, пільгові умови для реалізації інвестиційних проектів в промисловості | \$ 200 тис. | \$ 5,466 млн |
| “Закарпаття” м. Мукачєво, м. Ужгород Закарпатська обл. | Указ Президента від 09.12.1999 р. | З 09.12.1999 р. по 01.01.2030 р. | Створення сучасної виробничої, транспортної та ринкової інфраструктури | \$ 250 тис. | \$ 1300 млн |
| “Інтерпорт” м. Ковель, Волинська обл. | Указ Президента від 22.06.1999 р. | З 01.01.2000 р. по 01.01.2021 р. | Облаштування міжнародного транспортного коридору Гданськ – Одеса | Не визначено | \$ 18 млн |
| “Порт Крим” м. Керч Кримська АР | Указ Президента від 27.06.1999 р. | З 01.01.2000 р. по 01.01.2031 р. | Залучення інвестицій у сферу охорони здоров'я, відпочинку, туризму та інші галузі | Від \$ 100 тис. до \$ 1 млн | \$ 160 млн |

¹ Складено згідно з Законами України та Указами Президента України

Продовження таблиці 9.3.

| | | | | | |
|--|---|----------------------------------|---|--------------|-----------------------------|
| “Сиваш” м. Червоноперекіпськ, м. Армянськ, Кримська АР | Указ Президента від 30.06.1995 р. | З 18.09.1996 р. по 18.09.2026 р. | Залучення інвестицій в пріоритетні підприємства регіону | Не визначено | \$ 83 млн |
| “Миколаїв” м. Миколаїв Миколаївська обл. | Указ Президента від 28.06.1999р. та Закон України від 23.03.2000 р. | З 01.01.2000 р. по 01.01.2031 р. | Залучення інвестицій в суднобудівну промисловість | \$ 650 тис. | Від \$ 60 млн до \$ 120 млн |
| “Порто – Франко” м. Одеса, Одеська обл. | Указ Президента від 28.06.1999р. та Закон України від 03.06.1999 р. | З 01.01.2000 р. по 01.01.2026 р. | Залучення інвестицій у розвиток Одеського морського торгового порту | \$ 500 тис. | \$ 80 тис |
| “Рені” м. Рені Одеська обл. | Закон України від 23.03.2000 р. | З 01.01.2000 р. по 01.01.2034 р. | Розвиток експортного потенціалу та інфраструктури портового комплексу | \$ 200 тис. | \$ 58 млн |
| “Яворів” м. Яворів Львівська обл. | Закон України від 05.01.99 р. | З 15.01.1999 р. по 01.01.2020 р. | Створення робочих місць для працівників підприємства “Сірка”, а також розвиток виробництва на території аеропорту “Краковець” | \$ 500 тис. | \$ 277 млн |
| “Курортно-ліс Трускавець” м. Трускавець Львівська обл. | Закон України від 18.03.99 р. | З 01.01.2000 р. по 01.01.2021 р. | Залучення інвестицій, спрямованих на збереження природних лікувальних ресурсів курорту Трускавець | \$ 500 тис. | \$ 275 млн |
| “Донецьк” м. Донецьк Донецька обл. | Закон України від 24.12.98 р. | З 14.01.99 р. по 01.01.2021 р. | Створення нових робочих місць для працівників, який скорочено у зв'язку з закриттям добувних та інших підприємств, а також створення технопарку | \$ 1 млн | \$ 500 млн |
| “Азов” м. Маріуполь | Закон України від 24.12.98 р. | З 14.01.99 р. по 01.01.2060 р. | Перевалка транзитних вантажів, виробництво товарів на експорт | Не визначено | \$ 400 млн |

Таблиця 9.4.

Пільги, що надаються інвесторам на територіях спеціальних (вільних) економічних зон

| Назва | Режим спеціальної митної зони | Звільнення від оподаткування прибутку | Звільнення від оподаткування інвестицій | Звільнення від сплати ввізного мита і ПДВ | Звільнення від плати за землю | Звільнення від сплати зборів до деяких бюджетних фондів |
|---------------------------|-------------------------------|---------------------------------------|---|---|---|---|
| «Сиваш» | - | Рейнвестиція | - | + | - | - |
| «Славутич» | - | + (3 роки), 4-6 роки – 50 % | + | + (5 років) | + (3 роки), далі – 50 % | + |
| «Донецьк» | + | Ставка – 20 % | + | - | + (на період освоєння) | + |
| «Азов» | + | Ставка – 20 % | + | - | + (на період освоєння) | + |
| «Закарпаття» | + | Ставка – 20 % | - | - | - | + |
| «Яворів» | - | + (5 років), наступні – 50 % | - | + (5 років) | + (3 роки), далі – 50 % | + |
| «Інтерпорт Ковель» | + | Ставка – 20 % | - | - | + (5 років) | + |
| «Миколаїв» | + | + (3 роки), 4-6 роки – 50 % | + | + (5 років) | + (5 років) | - |
| «Порто-Франко» | + | + (3 роки), 4-6 роки – 50 % | + | - | - | - |
| «Рені» | + | Ставка – 20 % | + | - | - | + |
| «Порт Крим» | + | Ставка – 20 % | + | - | + (5 років) | + |
| «Курортно-ліс Трускавець» | - | + (3 роки), 4-6 роки – 50 % | + | + | + (на період освоєння), + 10 років – 50 % | - |

Спільною рисою більшості українських СЕЗ є вимога великих за обсягом інвестицій і довгий перелік пріоритетних видів діяльності. До кожної СЕЗ входять кілька великих підприємств, які провадять різні види діяльності. Між суб'єктами СЕЗ майже відсутня конкуренція. Тому суб'єкти підприємницької діяльності зон не мають стимулів для вдосконалення своєї діяльності. Крім того, завдяки функціонуванню СЕЗ вдається домогтися тільки нетривалих за часом позитивних змін. Згодом ті суб'єкти, які не зможуть запропонувати нові ринкові товари або технології, будуть змушені припинити діяльність.

Світовий досвід свідчить про недоцільність одночасного створення великої кількості зон без набуття практичного досвіду їх функціонування. Це може призвести до непередбачуваних наслідків. Ймовірні такі наслідки, як: нерівномірний розподіл інвестиційних потоків по регіонах; необґрунтоване розміщення екологічно небезпечних підприємств; відтворення застарілих технологій; виробництво недоброякісної продукції; проникнення на національний ринок інвесторів з негативною репутацією тощо.

Україна не має достатніх коштів для ефективного впровадження великої кількості зон, а іноземні інвестори не зацікавлені вкладати капітал у регіони без належної інфраструктури, засобів зв'язку, з застарілими виробничими потужностями. Тому в умовах, що склалися, українські економісти приходять до висновку, що потрібно обмежитися функціонуванням обмеженої кількості зон в найбільш пріоритетних регіонах і забезпеченням відповідного фінансування проектів.

9.5. ПОЛІТИКА ДЕРЖАВИ З ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату в Україні залишається питанням стратегічної важливості, від реалізації якого залежать динаміка соціально-економічного розвитку та можливість модернізації на цій основі національної економіки.

На сьогодні в Україні вже створено сприятливе правове поле для здійснення інвестиційної діяльності. Зокрема, ця сфера регулюється Законами України: «Про інвестиційну діяльність», «Про режим іноземного інвестування», «Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження» тощо, якими передбачена:

- ↪ *державна гарантія захисту інвестицій*, незалежно від форм власності;
- ↪ *відшкодування збитків*, у т. ч. упушену вигоду та моральну шкоду, завданих їм внаслідок дій, бездіяльності або неналежного виконання державними органами України чи посадовими особами передбачених законодавством обов'язків щодо іноземного інвестора;

- ↯ повернення інвестиції іноземному інвестору в натуральній формі, або у валюті інвестування без сплати мита, а також доходів з цих інвестицій у грошовій чи товарній формі в разі припинення інвестиційної діяльності;
- ↯ застосування національного режиму валютного регулювання та справляння податків на території України до суб'єктів підприємницької діяльності або інших юридичних осіб, створених за участю іноземних інвестицій, незалежно від форм та часу їх внесення.

Усвідомлюючи важливість поліпшення інвестиційного клімату в Україні, головним завданням на короткострокову перспективу є удосконалення необхідної правової та організаційної бази для підвищення дієздатності механізмів забезпечення інвестиційного клімату й формування основи збереження та підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки. Для цього необхідно здійснити низку першочергових заходів з формування єдиних стратегічних цілей та послідовності економічних реформ, забезпечення незмінності та гарантованості захисту прав і свобод інвестора.

Нарощування інвестицій без структурних змін в економіці, без підпорядкування інвестиційної політики вирішенню стратегічних завдань економічної політики держави – не буде доцільним з точки зору підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

Головний стратегічний план розвитку української економіки на найближчі роки має містити конкретні шляхи та механізми проведення соціально-економічних реформ, в тому числі в інвестиційній сфері. З метою активізації інвестиційної діяльності підприємств зусилля необхідно спрямувати на:

- створення нормативно-правової бази для заохочення вкладення довгострокових фінансових інвестицій;
- удосконалення режиму реєстрації іноземних інвестицій;
- сприяння укладенню угод про розподіл продукції;
- запровадження прозорих схем концесійної діяльності;
- формування системи стимулів інвестиційної діяльності підприємств та інвестиційного кредитування;
- розроблення нормативно-правової бази спільного кредитування великих інвестиційних проектів.

Крім того, поштовхом до нарощування інвестицій повинно стати створення сприятливих умов для дії ринкових регуляторів, а саме – формування стабільного правового поля, захист прав власності, розвиток системи ринків і ринкових інструментів, розвиток інформаційної інфраструктури ринку тощо.

Створення сприятливого інвестиційного клімату залежить від ефективності застосування інструментів залучення інвестицій в економіку України, зокрема, запровадження механізмів розвитку державно-приватного партнерства для реалізації суспільно значимих інвестиційних проектів в широкій сфері діяльності, залучення інвесторів на умовах укладання угод про

розподіл продукції, розвиток концесійної діяльності, створення індустріальних (промислових) парків тощо.

У сучасних умовах очікувати великого припливу іноземного капіталу в Україну не доводиться, тому що інвестиційний клімат залишається несприятливим. Основними перешкодами для іноземних інвестицій в Україну є: нестабільне та надмірне державне регулювання; нечітка правова система; мінливість економічного середовища; корупція; великий податковий тягар; проблеми щодо встановлення чітких прав власності; низький рівень доходів громадян; труднощі в спілкуванні з урядом та приватизаційними органами; мінливість політичного середовища; відсутність матеріальної інфраструктури; проблеми виходу на внутрішній та зовнішній ринки та інші.

У зв'язку з цим, велике значення має вдосконалення процесу формування інвестиційної політики держави, що може активізувати або стримувати функціонування іноземних інвестицій у національній економіці, регулювати їхні обсяги і технологічний склад.

Державна політика щодо залучення іноземного капіталу здійснюється Кабінетом Міністрів України спільно з НБУ та регулюється Верховною Радою України. Неабияку роль в цьому процесі відіграє Адміністрація Президента. Указами Президента України створена певна кількість державних інституцій, що безпосередньо займаються залученням іноземних інвестицій в Україну. У тому числі:

- ✦ *Національне агентство України з реконструкції і розвитку* – завданням якого є участь у формуванні державної політики при взаємодії з міжнародними фінансовими організаціями та установами для залучення кредитів, грантів, міжнародної гуманітарної та технічної допомоги, іноземних інвестицій.
- ✦ *Державний інвестиційно-кліринговий комітет* та *Координаційна рада з питань інвестиційно-клірингового співробітництва* розглядають питання, пов'язані з залученням фінансових та інвестиційних ресурсів у рамках інвестиційно-клірингових відносин.
- ✦ *Палата незалежних експертів з питань інвестицій* – є постійним діючим консультативно-дорадчим органом при Президентові України, метою якого є запобігання конфліктів між іноземними інвесторами й органами виконавчої влади.
- ✦ *Консультативна рада з питань іноземних інвестицій в Україну* – створена при Президентові для розробки та реалізації державної політики з залучення та використання іноземних інвестицій.
- ✦ *Валютно-кредитна рада Кабінету Міністрів* – приймає рішення про надання державних гарантій при залученні іноземних кредитів.

Участь в управлінні іноземним інвестуванням беруть органи місцевих державних адміністрацій у межах делегованих їм повноважень, особливо при розробці програм соціально-економічного розвитку регіонів, створенні спільних підприємств, вільних економічних зон тощо.

Державна політика України щодо залучення іноземного капіталу проводиться за такими напрямками, як:

- визначення умов для здійснення іноземних інвестицій;
- визначення пріоритетних сфер для іноземного інвестування;
- визначення системи інвестиційних пільг для іноземних інвесторів;
- визначення системи гарантій щодо захисту прав іноземних інвесторів;
- визначення вимог до інвесторів, які претендують на одержання додаткових пільг та інше.

Визначення умов для здійснення іноземних інвестицій. З метою створення належних умов для ефективного залучення іноземного капіталу в економіку та збільшення його обсягів значна увага приділяється питанням удосконалення законодавчої і нормативної бази щодо державного регулювання процесів іноземного інвестування.

19 березня 1996 року Верховна Рада України прийняла *Закон України «Про режим іноземного інвестування»*, № 93/96-ВР, який визначив основні умови для здійснення іноземних інвестицій в економіку України.

Порядок реєстрації фактично внесених іноземних інвестицій, а також договорів (контрактів) на спільну інвестиційну діяльність за участю іноземного інвестора визначено у постановах Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій» від 7.08.96, № 928 і «Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації договорів (контрактів) про спільну інвестиційну діяльність за участю іноземного інвестора» від 30.01.97, № 112. Цими документами визначено процедуру реєстрації; державні органи, що її здійснюють; перелік необхідних для реєстрації документів; терміни видачі реєстраційних посвідчень тощо. Незареєстровані інвестиції не дають права на отримання гарантій їх захисту та будь-яких пільг, встановлених Законом України «Про режим іноземного інвестування».

Особливої уваги заслуговують постанови Правління НБУ, у тому числі «Положення про порядок іноземного інвестування в Україну» [10] та «Положення про порядок здійснення в грошовій формі іноземних інвестицій в Україну та повернення іноземному інвестору його інвестицій, а також репатріації прибутків, доходів, інших коштів, одержаних від інвестиційної діяльності в Україні» [11].

Важливими правовими документами, які регулюють взаємовідносини між суб'єктами інвестиційної діяльності є міждержавні Угоди «Про сприяння та взаємний захист інвестицій». Такі угоди є гарантом надання справедливого статусу інвестиціям і захисту їх на території іншої держави.

Взагалі діяльність іноземних інвесторів в Україні регулюється близько 70 нормативними актами різного рівня, якими іноземному інвестору досить важко керуватися у зв'язку з неоднозначністю положень. Крім цього, до діючого Законодавства постійно вносяться зміни і доповнення, які часто

значно погіршують існуючі положення та умови діяльності іноземних інвесторів. З метою усунення цих недоліків доцільно було б, з одного боку, прийняття нових законодавчих актів або змін і доповнень до вже діючих, а з другого боку – усунення протиріч та неоднозначних положень в уже діючих законодавчих та нормативних актах.

Визначення пріоритетних сфер для іноземного інвестування. Цей напрямок має принципове значення для становлення національної економіки України як збалансованої системи галузевих та територіальних взаємовідносин. Пріоритетними сферами для іноземного інвестора в Україні вважаються: металургійний комплекс, машинобудування, паливо-енергетичний комплекс, хімічна та нафтохімічна промисловість, агропромисловий комплекс, транспорт, зв'язок, легка та медична промисловість.

З іншого боку, виходячи з інтересів національної безпеки, враховуючи стан та перспективи розвитку сфер та галузей, важливих для життєзабезпечення країни, вирізняють галузі, які будуть закриті для іноземного капіталу, та галузі, де участь іноземного капіталу так чи інакше обмежуватиметься: безпосередня експлуатація природних ресурсів, стратегічні об'єкти виробничої інфраструктури, телекомунікації, супутниковий зв'язок, банківська та страхова сфери. Типовими інструментами обмеження іноземної інвестиційної діяльності є обмеження на частку іноземного інвестора у СП; ліцензії та дозволи; високі ставки податків; обмеження на репатріацію прибутків тощо.

Крім визначення галузевих пріоритетів, велике значення має і *визначення регіональних пріоритетів*. Державна політика в цьому напрямку визначає регіони, які найбільше потребують участі іноземного капіталу. Така політика проводиться через створення спеціальних (вільних) економічних зон. Необхідність створення таких зон обумовлена:

- негативним впливом на мотивацію іноземних інвесторів практики багаторазових змін у загальному нормативно-правовому регулюванні;
- необхідністю ефективного використання реально залученого в українську економіку іноземного капіталу;
- наявністю першочергових національних пріоритетів реалізації іноземних інвестицій та інше.

Застосування ВЕЗ в Україні має сприяти створенню нових робочих місць і розв'язанню таким чином проблеми зайнятості, стимулюванню припливу іноземних інвестицій, розширенню експортної бази, поліпшенню платіжного балансу країни за рахунок валютних надходжень, ефективному використанню місцевих ресурсів, стимулюванню ринкових перетворень.

Визначення системи інвестиційних пільг для іноземних інвесторів. Система інвестиційних пільг містить:

- застосування системи податкових та митних пільг;
- застосування норм прискореної амортизації;
- збільшення періоду звільнення від податку;

- повернення 50 % експортного мита на товари виробничого призначення та 100 % – на деталі, вузли, агрегати, імпортовані по кооперації;
- зниження ставок оподаткування в разі реінвестування отриманого прибутку чи інвестування в певні галузі чи регіони;
- надання кредитів на пільгових умовах та інше.

Наприклад, Закон України «Про режим іноземного інвестування» визначає для окремих суб'єктів підприємницької діяльності, які здійснюють інвестиційні проекти із залученням іноземних інвестицій, що реалізуються відповідно до державних програм розвитку пріоритетних галузей економіки, соціальної сфери і територій, встановлення пільгового режиму інвестиційної та іншої господарської діяльності. Крім того, передбачено, що внесок іноземного інвестора до статутного фонду підприємств з іноземними інвестиціями, а також за договорами (контрактами) про спільну інвестиційну діяльність, звільняється від обкладання митом. Пропуск майна, що ввозиться на територію України як іноземна інвестиція, здійснюється на підставі виданого підприємством простого векселя на суму ввізного мита з відстроченням платежу не більш як на 30 календарних днів з дня оформлення ввізної вантажної митної декларації. У разі фактичного зарахування вказаного майна на баланс підприємства у період, на який накладається відстрочення платежу, що підтверджено податковою інспекцією за місцем знаходження підприємства, вексель погашається і ввізне мито не справляється.

Закон України «Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності» від 15.06.99, № 977 визначає, що не є об'єктом оподаткування податком на додану вартість операції з передавання основних фондів як внеску до статуту фонду юридичної особи для формування її цілісного майнового комплексу в обмін на емітовані нею корпоративні права, у тому числі при ввезенні основних фондів на митну територію України (крім підакцизних товарів), або їх вивезенні за межі митної території України.

Визначення системи гарантій щодо захисту прав іноземних інвесторів Система гарантій дотримання прав іноземного інвестора традиційно складається:

- з гарантій *внесення прав іноземного інвестора до національної системи права*, тобто для іноземних інвесторів на території України встановлюється національний режим інвестиційної та іншої господарської діяльності, за винятками, передбаченими законодавством України та міжнародними договорами України;
- з гарантій *дотримання інвестиційних пільг і усталеності законодавства протягом інвестиційного циклу*. Якщо в подальшому спеціальним законодавством України про іноземні інвестиції будуть змінюватися гарантії захисту іноземних інвестицій, то протягом десяти років з дня набрання чинності таким законодавством на вимогу іноземного інвестора застосову-

ються державні гарантії захисту іноземних інвестицій, зазначені в Законі України «Про режим іноземного інвестування»;

- з гарантій від заходів конфіскаційного характеру. Іноземні інвестиції в Україні не підлягають націоналізації. Державні органи не мають права реквізувати іноземні інвестиції, за винятком випадків здійснення рятувних заходів у разі стихійного лиха, аварій, епідемій, епізоотій. Зазначена реквізиція може бути проведена на підставі рішень органів, уповноважених на це Кабінетом Міністрів України. Іноземні інвестори мають право на відшкодування збитків, у т. ч. упущену вигоду та моральну шкоду, завданих їм внаслідок дій, бездіяльності або неналежного виконання державними органами України чи їх посадовими особами передбачених законодавством обов'язків щодо іноземного інвестора або підприємства з іноземними інвестиціями, відповідно до законодавства України.

- з гарантій Уряду, що надаються для забезпечення зобов'язань юридичних осіб-резидентів щодо погашення іноземних кредитів, що залучаються у формі:

- кредитів (кредитних ліній), наданих Україні іноземними державами, міжнародними фінансовими організаціями та іноземними банками відповідно до міжнародних договорів України, укладених згідно із законодавством;

- міжбанківських кредитних ліній, оформлених за рішенням Кабінету Міністрів України Державним експортно-імпортним банком чи іншими банками-агентами Кабінету Міністрів України з іноземними банками та міжнародними фінансовими організаціями згідно із законодавством;

- кредитів в іноземній валюті, що надаються юридичним особам-резидентам міжнародними фінансовими організаціями, іноземними банками, фінансово-кредитними та іншими установами, фірмами й організаціями відповідно до міжнародних договорів України, укладених згідно із законодавством, за умови обслуговування зазначених кредитів банками-агентами.

з інших гарантій, зокрема, Указом Президента України «Про деякі питання іноземного інвестування» від 7.07.1998, № 748 врегульовані питання здійснення іноземних інвестицій у формі придбання державних боргових зобов'язань, що дає можливість забезпечення захисту іноземних інвестицій, вкладених у цінні папери, і підвищення інвестиційного рейтингу України.

Для підвищення захисту іноземних інвестицій 3 квітня 1998 року від імені України підписана Вашингтонська Конвенція 1965 року про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами та іноземними особами. Законом України від 16.03.2000, № 1547 значена вище Конвенція ратифікована Верховною Радою України.

Визначення вимог до інвесторів, які претендують на отримання додаткових пільг. Основними вимогами до іноземного інвестора мають бути:

▪ *обсяг іноземних інвестицій* – у світовій практиці пересічною інвестицією є 50–100 тис. дол. США, а кваліфікаційною часткою власності в об'єктах інвестування – у 20 %, в Україні ця частка становить 10 %. Держава також визначає мінімальний обсяг інвестицій для іноземних інвесторів, які бажають вкласти свої кошти в інвестиційні проекти, які реалізуються в спеціальних (вільних) економічних зонах. В Україні ця сума становить не менше 500 тис. дол. США.

▪ *напрямок вкладання коштів* – це мають бути пріоритетні галузі (сфери) економіки України;

▪ *мета вкладання коштів* – метою іноземних інвестицій має бути створення нових робочих місць, впровадження новітніх технологій, розвиток зовнішньоекономічних зв'язків, збільшення обсягу високоякісних конкурентоспроможних на зовнішніх ринках товарів, створення сучасної виробничої, транспортної та ринкової інфраструктури;

▪ *вимоги до виробництва* – в процесі виробництва іноземний інвестор має: орієнтуватися на найбільш раціональне використання сировинної бази України; сприяти зниженню енергоспоживання на одиницю продукції; створювати екологічно безпечні умови для життєдіяльності населення.

Особливу роль у формуванні сприятливого інвестиційного клімату для залучення іноземних інвестицій відіграє *Центр сприяння іноземному інвестуванню «Invest Ukraine»*, який утворений постановою Кабінету Міністрів України у серпні 2005 року. Центр є неприбутковою установою та надає свої послуги безкоштовно, його діяльність фінансується за рахунок Державного бюджету. Він перебуває у сфері управління *Державного агентства України з інвестицій та інновацій*. З моменту свого створення InvestUkraine став логічним та необхідним кроком в напрямку залучення прямих іноземних інвестицій в Україну, реалізації великих інвестиційних та інноваційних проектів за участю провідних закордонних компаній.

Місія InvestUkraine – допомагати економіці України стати продуктивною та конкурентоспроможною на світовому ринку через збільшення притоку стратегічних прямих іноземних інвестицій.

Напрями діяльності:

- ❖ сприяння залученню іноземних інвестицій в економіку України;
- ❖ створення привабливого інвестиційного іміджу України за кордоном;
- ❖ підтримка розвитку промислових зон та технологічних парків;
- ❖ поліпшення інвестиційного клімату в Україні.

Центр сприяння іноземному інвестуванню може надавати суб'єктам інвестиційної діяльності такі послуги:

- визначення інвестиційних можливостей;
- надання інформації щодо законодавчих умов ведення бізнесу, постачальників товарів та послуг, місцевих і регіональних ресурсів;
- надання інформації за принципом «єдиного вікна» стосовно інвестування в Україну;

- доступ до баз даних інвестиційних пропозицій регіонів України;
- сприяння досудовому вирішенню спорів з урядовими структурами.

Invest Ukraine розроблена Стратегію залучення іноземних інвестицій на 2007–2010 роки, метою якої є подальше перетворення InvestUkraine на провідну професійну урядову агенцію із залучення прямих іноземних інвестицій, визначення напрямів, кроків, засобів, ресурсів і навичок задля досягнення щорічного притоку в економіку України прямих іноземних інвестицій на душу населення в розмірі 175 доларів США до кінця 2010 року. Таким чином, щорічний потік має бути приблизно 8,2 мільярда, з урахуванням того, що InvestUkraine повинен сприяти залученню інвестицій у розмірі від 30 до 40 % щорічного притоку.

Найбільш пріоритетними галузями для залучення інвестицій, так би мовити, стратегічними секторами розвитку національної економіки, визначено автомобільну галузь, споживчу електроніку, інформаційні технології та програмне забезпечення, сільське господарство й харчову промисловість, а також аерокосмічну галузь, літакобудування та альтернативну енергію. З метою формування привабливого інвестиційного іміджу України за кордоном, з урахуванням її конкурентних переваг, InvestUkraine активно співпрацює з інвесторами та Урядом нашої держави, використовуючи найкращі методики, які застосовуються іноземними агенціями. Ця робота здійснюється шляхом проведення інвестиційних виставок, презентацій та форумів, співпраці із засобами масової інформації, формування широкої партнерської мережі, взаємодії з дипломатичними установами та торговельно-економічними місіями України в іноземних державах, а також із комерційними відділами закордонних посольств в Україні.

Для подальшої активізації іноземного інвестування державі необхідно, насамперед, розв'язати проблеми макроекономічної стабільності та активізувати дію комплексу важелів регулювання інвестиційної діяльності, а саме: створити нормативно-правові та соціально-економічні основи збільшення необхідних обсягів іноземних інвестицій; суворо дотримуватися визначених пріоритетів у розвитку національної економіки; мати ефективний механізм публічного контролю за їх виконанням; контролювати та певним чином регулювати галузевий розподіл іноземних інвестицій; спростити процедуру участі іноземних інвесторів у процесі приватизації державного майна; мати зважену, обґрунтовану політику щодо встановлення податкових пільг; активізувати кредитну політику, розвивати практику надання гарантій під іноземні кредити не лише урядом чи НБУ, а й комерційними банками.

Література для вивчення теми

1. Закон України «Про режим іноземного інвестування» 19.03.96. № 94/96-ВР від
2. Закон України «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» від 13 жовтня 1992 року, № 2673-ХІІ.

3. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності» від 15.06.99, № 977
4. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо створення та функціонування спеціальних (вільних) економічних зон і запровадження спеціальних режимів інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку» від 7 лютого 2002 року, № 3036-III.
5. Постанова Кабінету Міністрів України Положення «Про порядок залучення іноземних кредитів та надання гарантій Кабінету Міністрів України для забезпечення зобов'язань юридичних осіб-резидентів щодо їх погашення», від 05.05.1994 р. № 414.
6. Постановою Кабінету Міністрів Концепція створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні, затверджена від 14 березня 1994 року № 167.
7. Постанова Кабінету Міністрів "Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій" від 7.08.96, № 928.
8. Постанова Кабінету Міністрів "Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації договорів (контрактів) про спільну інвестиційну діяльність за участю іноземного інвестора. від 30.01.97, № 112.
9. Постанова Кабінету Міністрів "Про затвердження Програми розвитку інвестиційної діяльності на 2002–2010 роки" від 28 грудня 2001 року, № 1801.
10. Постанова Правління НБУ "Про врегулювання питань іноземного інвестування в Україну" від 10.08.2005 р., № 280.
11. Постанова Правління НБУ "Про затвердження Положення про порядок здійснення в грошовій формі іноземних інвестицій в Україну та повернення іноземному інвестору його інвестицій, а також репатріації прибутків, доходів, інших коштів, одержаних від інвестиційної діяльності в Україні". від 14.10.2004 р., № 482.
12. Международная конвенция по упрощению и гармонизации таможенных процедур (Киотская конвенция 1973 г.). //Право и Экономика. – № 8.– 1995, – С. 23–24.
13. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності у I півріччі 2008 року. Експрес-випуск Державного комітету статистики України від 15.08.2008 р. – № 197. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
14. Рогач О. Міжнародні інвестиції: Теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: Підручник. – К.: Либідь, 2005. – 720 с.
15. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
16. Черкасов В. Е. Международные инвестиции. Учебно-практ. пособ.. – М.: Дело, 1999. – 160 с.
17. Всемирный банк. Годовой отчет за 2007 год. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org/>

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Розкрийте зміст та специфіку іноземних інвестицій.
2. Охарактеризуйте основні види та форми іноземних інвестицій.
3. Охарактеризуйте зміст міжнародної інвестиційної діяльності та її чинники.
4. Визначте мотивацію, канали та інфраструктуру міжнародного інвестування.
5. Визначте напрями міжнародної інвестиційної діяльності.
6. Дайте характеристику прямим іноземним інвестиціям.
7. Дайте характеристику портфельним іноземним інвестиціям.
8. Дайте характеристику іноземним інвестиційним кредитам.
9. Охарактеризуйте основні функції міжнародних фінансово-кредитних установ та організацій на інвестиційному ринку.
10. Визначте роль міжнародних донорських та сервісних організацій в галузі розвитку інфраструктури підприємств приватного бізнесу.
11. Охарактеризуйте стан міжнародної інвестиційної діяльності в Україні.
12. Визначте та охарактеризуйте діяльність спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ).
13. Визначте особливості створення в Україні спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ).
14. Охарактеризуйте напрями політики держави з залучення іноземних інвестицій.

ЗМІСТ

| | |
|--|------------|
| Вступ | 3 |
| Тема 1. Теоретичні засади інвестиційної діяльності..... | 4 |
| 1.1. Економічна сутність інвестицій | 4 |
| 1.2. Класифікація інвестицій | 9 |
| 1.3. Основні поняття інвестиційної діяльності | 12 |
| 1.4. Об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності..... | 14 |
| 1.5. Стратегічні цілі та напрями управління інвестиційною діяльністю | 38 |
| 1.6. Державне регулювання інвестиційних процесів | 45 |
| Тема 2. Інвестиційний ринок | 61 |
| 2.1. Характеристика інвестиційного ринку | 61 |
| 2.2. Інвестиційна привабливість об'єктів ринку інвестицій | 64 |
| 2.3. Кон'юнктура інвестиційного ринку та інвестиційний клімат | 75 |
| Тема 3. Фінансові інвестиції..... | 81 |
| 3.1. Характеристика фінансових інвестицій | 81 |
| 3.2. Ринок цінних паперів | 103 |
| 3.3. Учасники ринку цінних паперів та їх функції | 113 |
| 3.4. Фондова біржа | 119 |
| 3.5. Аналіз та оцінка ефективності фінансових інвестицій | 123 |
| 3.6. Порядок формування портфеля цінних паперів | 136 |
| Тема 4. Реальні інвестиції..... | 140 |
| 4.1. Економічна сутність реальних інвестицій..... | 140 |
| 4.2. Кругообіг реальних інвестицій..... | 145 |
| 4.3. Ефективність використання об'єктів реальних інвестицій (основних фондів та оборотних коштів) | 149 |
| 4.4. Стандарти оцінки вартості об'єктів реальних інвестицій..... | 158 |
| 4.5. Методи оцінки об'єктів реальних інвестицій | 162 |
| 4.6. Оцінка вартості основних об'єктів реальних інвестицій | 178 |
| Тема 5. Інновації як об'єкт інвестиційної діяльності | 190 |
| 5.1. Економічна сутність інновацій та інноваційного процесу | 190 |
| 5.2. Об'єкти та суб'єкти інноваційної діяльності | 194 |
| 5.3. Критерії оцінки інноваційних проєктів підприємств | 206 |
| 5.4. Особливості оцінки ефективності інтелектуальних інвестицій | 215 |
| 5.5. Фінансова підтримка інноваційної діяльності | 219 |
| 5.6. Державне регулювання інноваційної діяльності в Україні | 229 |

| | |
|---|------------|
| Тема 6. Інвестиційний проект..... | 235 |
| 6.1. Інвестиційний проект, його зміст та порядок розробки..... | 235 |
| 6.2. Бізнес-план інвестиційного проекту..... | 245 |
| 6.3. Аналіз інвестиційного проекту..... | 251 |
| 6.4. Методи оцінки інвестиційного проекту..... | 255 |
| 6.5. Аналіз факторів невизначеності та ризику в оцінці інвестиційного проекту..... | 281 |
| Тема 7. Управління реалізацією інвестиційного проекту..... | 303 |
| 7.1. Зміст управління інвестиційними проектами..... | 303 |
| 7.2. Організаційні структури управління проектами..... | 306 |
| 7.3. Інвестиційне проектування..... | 322 |
| 7.4. Ціноутворення в інвестиційній сфері..... | 329 |
| 7.5. Організація взаємодії учасників інвестиційних проектів..... | 338 |
| 7.6. Забезпечення проектів матеріально-технічними ресурсами..... | 346 |
| 7.7. Моніторинг впровадження інвестиційного проекту..... | 350 |
| Тема 8. Інвестиційні ресурси..... | 356 |
| 8.1. Характеристика та порядок формування інвестиційних ресурсів на підприємстві..... | 356 |
| 8.2. Методи формування інвестиційних ресурсів..... | 368 |
| 8.3. Оцінка вартості інвестиційних ресурсів..... | 390 |
| 8.4. Методи оптимізації структури інвестиційних ресурсів..... | 397 |
| 8.5. Формування бюджету капітальних вкладень та його оптимізація..... | 405 |
| Тема 9. Міжнародна інвестиційна діяльність..... | 419 |
| 9.1. Характеристика іноземних інвестицій..... | 419 |
| 9.2. Основні напрями міжнародної інвестиційної діяльності..... | 423 |
| 9.3. Міжнародні фінансово-кредитні інститути та їх напрями діяльності на інвестиційному ринку..... | 439 |
| 9.4. Спеціальні економічні зони, мета створення та шляхи залучення іноземного капіталу..... | 448 |
| 9.5. Політика держави з залучення іноземних інвестицій..... | 458 |

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

Тетяна Володимирівна МАЙОРОВА

ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ

ПІДРУЧНИК

Керівник видавничих проєктів – Б. А. Сладкевич

Редактор – Н. П. Манойло

Коректор – С. С. Савченко

Дизайн обкладинки – Б. В. Борисов

Підписано до друку 17.12.2008. Формат 60x84 1/16.

Друк офсетний. Гарнітура PetersburgС.

Умовн. друк. арк. 26,55.

Наклад 1000 прим.

Видавництво “Центр учбової літератури”

вул. Електриків, 23

м. Київ, 04176

тел./факс 425-01-34, тел. 451-65-95, 425-04-47, 425-20-63

8-800-501-68-00 (безкоштовно в межах України)

e-mail: office@uabook.com

сайт: WWW.CUL.COM.UA

Свідоцтво ДК №2458 від 30.03.2006