

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ
З ДИСЦИПЛІНИ
“ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ”**

Модуль 1. ІНВЕСТИЦІЇ: ПОНЯТТЯ ТА ДЕФІНІЦІЇ

Лекція 1 “Поняття інвестицій” (2 години)

1. Сутність та види інвестицій.
2. Інвестиційний капітал та його оборот.

Лекція 2 “Характеристики інвестиційної діяльності” (4 години)

1. Фінансові інвестиції.
2. Ціна капіталу на фондовому ринку.
3. Інвестиційний цикл, інвестиційний процес та інвестиційна діяльність.

Лекція 1 “Поняття інвестицій” (2 години)

1.1. Сутність та види інвестицій

Необхідною умовою розвитку економіки будь-якої країни є висока інвестиційна активність. Інвестиції формують виробничий потенціал на новій науково-технічній базі, що обумовлює конкурентну позицію національної економіки на світовому ринку. Інвестиції виступають як джерело розвитку економічної системи, сприяють її переходові з одного стану в інший.

Поняття інвестицій. Визначення інвестицій різними авторами розглядається по-різному, що цілком зрозуміло, оскільки інвестиції мають різноманітні форми і види, що відносяться до різних секторів економіки, і переслідують різноманітні цілі.

Відомий економіст Д. Кейнс розумів під інвестиціями "поточний приріст цінності капітального майна в результаті виробничої діяльності даного періоду", тобто ту "частину прибутку, що не була використана для споживання". У цьому визначенні, на думку автора, видно двоїсту оцінку інвестицій. З одного боку, вони відбивають розмір акумульованого прибутку на цілі накопичення, обсяг інвестиційних ресурсів, тобто потенційний попит. З іншого боку, інвестиції виступають у формі вкладень (витрат), що визначають приріст вартості капіталу.

Визначення, дане Д. Кейнсом, дозволяє розглядати інвестиції подвійно: як потік вартості і як майбутній запас у формі основних фондів підприємства – і одночасно розуміти під інвестиціями ще і дії – процес вкладення капіталу і процес одержання результату вкладень – капітальні блага). Варто зауважити, що позиція Д. Кейнса веде до ідентифікації понять "інвестиції" і "капітальні вкладення", що в сучасній літературі розглядається як помилковий підхід, але незважаючи на це, зустрічається достатньо часто. Капітальні вкладення є більш вузьким поняттям і можуть розглядатися лише як одна з форм інвестицій, але не як їхній аналог.

Більш широке поняття інвестицій приведено в Законі України "Про інвестиційну діяльність": "... інвестиціями є усі види майнових і інтелектуальних цінностей, вкладені в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект". Такими цінностями можуть бути: кошти, цільові банківські вклади, акції й інші цінні папери; спонукуване і нерухоме майно (будинки, спорудження, устаткування й інші матеріальні цінності; майнові права, що впливають з авторського права, досвід і інші інтелектуальні цінності; сукупність технічних, технологічних, комерційних і інших знань, оформлених у виді технологічної документації, навичок і виробничого досвіду, необхідних для організації того або іншого виробництва, але не запатентованих ("ноу-хау"); права користування землею, водою, ресурсами, будинками, устаткуванням, а також інші майнові права; інші цінності.

У міжнародних правових документах і в законодавстві різноманітних держав поняття "інвестиції" також трактується по-різному. Дотепер у міжнародній практиці немає єдиного поняття інвестицій, оскільки як юридична категорія це поняття розглядається в

рішенні цілого комплексу правових проблем, що виникають при інвестуванні капіталу між сторонами інвестиційних відношень. Визначення інвестицій варіюється.

І у визначеннях Д Кейнса, і у визначенні інвестицій відповідно до Закону України "Про інвестиційну діяльність" інвестиції розглядаються з позиції їхнього економічного змісту, із погляду сфери виробництва. У цьому випадку не приймаються до уваги тезавраційні інвестиції. Інвестиції варто розглядати більш широко.

Термін "інвестиції" відбувається від латинського "invest", що означає "вкладати. У широкому смислі термін "інвестувати" означає "розстатися з грошима сьогодні, щоб одержати більш велику їхню суму в майбутньому". Тому в найбільше загальній формі, у загальному розумінні **інвестиції являють собою вкладення вільних коштів у різноманітні форми фінансового і матеріального багатства з метою їхнього зберігання і наступного збільшення**. При цьому приріст повинний бути достатнім із тим, щоб компенсувати власнику коштів відмову від їхнього використання на споживання в поточному періоді, винагородити його за ризик, відшкодувати утрати від інфляції в майбутньому періоді.

Виходячи з загального визначення інвестицій виникають два питання:

хто є власником вільних коштів?

з якою ціллю і навіщо власник вільних коштів вкладає їх у різноманітні форми фінансового і матеріального багатства?

Заощадження населення як основне джерело інвестицій. Вільні кошти є як у населення, так і у організацій усіх форм власності, які діють в організаційно-правовій формі, що передбачено юрисдикцією (законодавством) країни.

Заощадження населення є основним джерелом інвестицій. Заощадження населення, що утворюються в результаті перевищення їхніх прибутків над поточними витратами, діляться на такі групи: поточні, на покупку товарів тривалого користування, на непередбачені випадки і старість, інвестиційні заощадження.

Поточні заощадження утворюються в силу того, що поточний прибуток населення витрачається не відразу, а поступово. Такі заощадження короткострокові за своїм характером і накопичуються, як правило, або в готівці, або акумулюються населенням на поточних (операційних) рахунках у банках.

Заощадження на покупку товарів тривалого користування утворюються в тих випадках, коли вартість планованої покупки перевищує поточний прибуток потенційного покупця, у зв'язку з чим покупець повинний нагромадити необхідну суму зі свого прибутку. Більшість заощаджень цього виду накопичуються на ощадних рахунках у банківських установах протягом тривалого часу (до 5 років).

Заощадження на непередбачений випадок і старість довгострокові за своїм характером і їхнє використання припускає настання особливого випадку (хвороби, втрати працездатності, старості і т.п.). На термін, протягом котрого заощадження накопичуються, вони можуть бути вкладені в довгострокові фінансові або матеріальні активи. Якщо власник коштів, що накопичуються, не хоче ризикувати і вкладати гроші у фінансові або матеріальні активи, він може скористатися послугами страхових компаній або недержавних пенсійних фондів.

Розглянуті види заощаджень населення визначаються як "відкладене споживання".

Інвестиційні заощадження – це особливий вид заощаджень, не призначений на споживчі потреби. Головна їхня ціль - інвестування в активи, що приносять доходи. Інвестиційні заощадження можна розглядати як джерело інвестиційного капіталу.

Вкладення заощаджень. З тієї пори, як зміст дорогоцінного металу металевих грошей перестав відповідати номінальній вартості грошей, і особливо з появою паперових грошей, перед населенням виникла проблема зберігання заощаджень. Вільні ко-

шти населення прагне не просто зберегти, а зберегти з максимальною вигодою. Світова практика знає різні форми **заощадження коштів** (рис. 1.1).

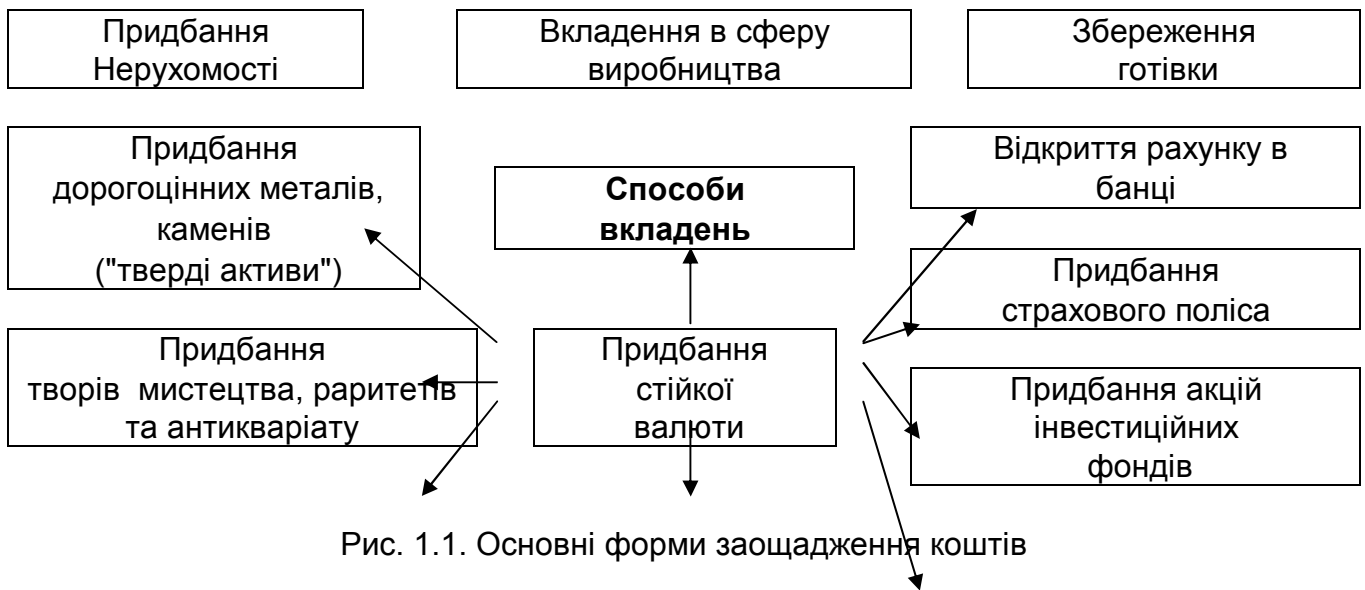


Рис. 1.1. Основні форми заощадження коштів

Не існує однієї ідеальної, бездоганної форми вкладення коштів. Кожна з них лише в тій або іншій мірі відповідає вимогам власника грошей, що є нечисленими і простими. Форма заощадження повинна зберегти, збільшити вкладені кошти, забезпечити їхню ліквідність, тобто перетворити вартість об'єкта вкладень у гроші і забезпечити поточну прибутковість вкладень. У певній мірі кожна з приведених на рис. 1.1 форм заощаджень коштів відповідає вимогам власника заощаджень: зберегти (збільшити (перетворити в гроші (забезпечити поточну прибутковість).

Розглянемо більш докладно кожен з форм заощадження наявних коштів.

Як показав досвід минулих років, **збереження готівки в** затишному місці не забезпечує їхню схоронність. У цьому випадку гроші можуть украсти. Якщо гроші паперові, вони можуть постраждати, наприклад, від пожежі або поводі. Але навіть якщо цього не трапилось, гроші все рівно можна загубити в результаті впливу інфляції. У цьому випадку при фізичній схоронності кошти втрачуть головне (купівельну спроможність, і завтра неможливо буде купити на наявну суму стільки ж, скільки сьогодні, оскільки ціни на товари увесь час зростають із більшою або меншою швидкістю.

Більш надійним є **збереження грошей у банках**. Схоронність заощаджень у цьому випадку забезпечується за допомогою відкриття рахунку в банку (звичайного (операційного) або термінового рахунку (депозиту)). Збереження грошей у банках є загальновідомим засобом. Схоронність внеску в банку в принципі достатньо надійна. Але й у цьому випадку схоронність грошей забезпечується з певною можливістю, оскільки залежить від успішності діяльності банку, його надійності, загальної економічної ситуації в країні, а також від системи державних гарантій. В багатьох країнах світу схоронність грошей гарантується спеціальними державними структурами. Так, наприклад, у США схоронність внеску до 100 тисяч доларів в одному банку гарантується Федеральною корпорацією по страхуванню внесків. В Україні таких структур поки не створено. Проте банківський рахунок не рятує в повній мірі від інфляції. **Страхові поліси** також є достатньо поширеною формою вкладення коштів, тим більше, що в багатьох країнах їхня схоронність гарантується законодавчо. Проте страховий поліс купують для захисту сім'ї. Його безтямно розглядати як об'єкт вкладення. Протягом довгих років по страховому полісу прибуток декілька більш високий, чим по терміновому рахунку, але і він не захищає від неявного ризику інфляції. На гроші, отри-

мані при погашенні поліса, навряд чи можна купити стільки, скільки на ті гроші, що були виплачені протягом довгих років у вигляді страхових внесків.

Значно більш ефективним засобом зберігання коштів є їхнє вкладення **або інвестування**. У цьому випадку власник коштів стає інвестором.

Інвестування є однією з найбільш поширених форм заощаджень коштів населення. Куди ж населення може вкласти кошти? Насамперед в об'єкти тезавраційного **інвестування**. До таких об'єктів відносяться нерухомість, "тверді активи", твори мистецтва й антикваріату, тривала валюта або в сферу виробництва (безпосередньо або шляхом придбання цінних паперів) (див. рис. 1.1).

До об'єктів інвестування власник коштів пред'являються певні вимоги, що називаються **критеріями інвестування**. Об'єкт інвестування повинний відповідати таким **критеріям**:

схоронність (об'єкт інвестування повинний забезпечити збереження коштів);

зростання капіталу (за час вкладення кошти повинні зрости);

ліквідність (швидкість, із якою об'єкт вкладення може бути реалізований протягом достатньо короткого періоду часу без утрати реальної ринкової вартості. Критерієм ліквідності виступає період часу, необхідний для реалізації на відповідному ринку того або іншого об'єкта інвестування);

одержання поточної дохідності (вкладені кошти повинні приносити їхньому власнику прибуток у певній, частіше грошовій, формі в передбачені умовами вкладення строки, без урахування повернення суми вкладених коштів).

Для того, щоб відповісти на запитання, якою мірою об'єкти інвестування відповідають зазначеним критеріям, розглянемо ці об'єкти більш докладно.

Об'єкти тезавраційного інвестування достатньо різноманітні. Традиційним є вкладення коштів у золото, срібло й інші дорогоцінні метали, монети, дорогоцінності, колекційні предмети, раритети, нерухомість, що не використовується як засіб виробництва. Кошти, що інвестуються в такі об'єкти, називаються тезавраційними інвестиціями (від латинського thesauros - скарб). При цьому варто розрізняти придбання виробів із дорогоцінних металів і каменів, предмети колекціонування, раритети і нерухомість як самоціль і як інвестування. Основна відзнака полягає у тому, що в першому випадку власник цих предметів у принципі не збирається розставатися з ними і передбачає їх використання з метою задоволення власних потреб. Їхній продаж можливий хіба що у випадку суттєвого погіршення фінансового становища власника. У другому випадку придбаними дорогоцінними металами і каміннями, раритетами і нерухомістю передбачається володіти деякий невизначений час, а потім розтатися з ними при настанні певних обставин, наприклад, при наступі подій, пов'язаних із значними витратами коштів.

Кожний з об'єктів тезавраційних інвестицій має свої особливості (рис. 1.2).

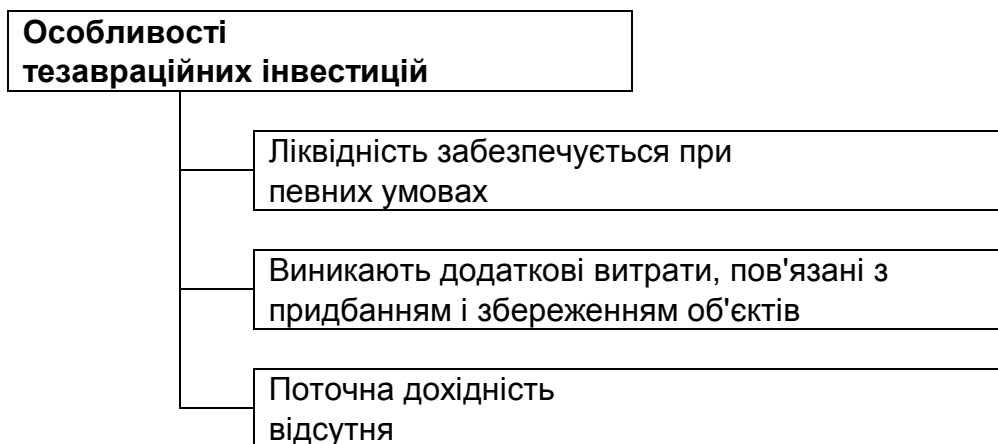


Рис 1.2. Особливості тезавраційних інвестицій

Ліквідність об'єктів тезавраційного інвестування можлива при деяких умовах. Так, наприклад, вкладення коштів у валюту інших країн, яку називають стійкою валютою, можливо за умови, що купівля і продаж валюти дозволена державою. В Україні такий засіб зберігання заощаджень став можливим порівняно нещодавно. Декоtrim більш десятиох років тому придбання валюти законним шляхом було неможливо і переслідувалося по законах, що тоді діяли.

Ліквідність нерухомості багато в чому залежить від соціально-економічного становища в країні, від доходів населення і попиту на житло. А якщо придбану нерухомість при несприятливих соціально-економічних умовах у країні або в якомсь регіоні неможливо продати, тоді таке інвестування втрачає зміст, оскільки не забезпечується ліквідність вкладень.

Ліквідність раритетів, предметів мистецтва і колекціонування можлива у тому випадку, якщо потенційний покупець не тільки любить предмети старовини, мистецтва або є колекціонером і бажав би їх придбати, але і має необхідні для цього кошти.

Таким чином, ліквідність більшості об'єктів тезавраційного інвестування носить умовний характер, тобто можлива за певних умов. У відсутності цих умов ліквідність об'єктів тезавраційного інвестування або дуже утруднена, або неможлива взагалі. Утруднення з ліквідністю, якщо інвестор дуже хотів би продати приналежну йому валюту інших країн, картини або інші предмети колекціонування, раритети або нерухомість, означає, що або їхньому власнику доведеться одержати за них тільки частину вартості.

Тезавраційні інвестиції дуже часто зв'язані із додатковими витратами – поточними або одночасними. Так, "тверді активи", предмети антикваріату, раритети, придбання яких стало популярним останнім часом як засіб захисту від інфляції, потребують, як правило, додаткових витрат на дорогу серйозну експертизу. Для забезпечення їхньої схоронності й умов збереження також потрібні кошти. Наприклад, при збереженні "твердих активів" банк стягує певну плату за свої послуги; твори мистецтва потребують установки й обслуговування сигналізації, а також приладів для підтримки необхідного температурного режиму і рівня вологості і т.ін. Для підтримки придбаної нерухомості в належному стані будуть потрібні витрати на її утримання і ремонт.

Жодний з об'єктів тезавраційних інвестицій не забезпечує інвестору одержання поточної прибутковості через відсутність джерела цієї прибутковості.

Чи відповідають об'єкти тезавраційних інвестицій критеріям інвестування? Частково відповідь на це питання вже дана. Розглянемо тепер відносно до об'єктів тезавраційних інвестицій такі критерії як схоронність і зростання капіталу.

Схоронність коштів об'єкти тезавраційних інвестицій у принципі забезпечують завжди. Проте їхня відповідність цьому критерію інвестування недоцільно розглядати у відриві від критерію ліквідності.

Зростання капіталу об'єкти тезавраційних інвестицій забезпечують лише в тому випадку, якщо сам об'єкт був обраний удаю. Так, наприклад, заплативши за картину певну суму, розраховувати, що через декілька років її можна буде продати набагато дорожче можна лише в тому випадку, якщо є бажані цю картину купити по ціні, яка перевищує ціну придбання.

Жодний з об'єктів тезавраційного інвестування не відповідає всім чотирьом критеріям інвестування одночасно: жодний з об'єктів тезавраційного інвестування не забезпечує інвестору поточної прибутковості, їхня ліквідність, також як і зростання капіталу, носить умовний характер (тобто можливі за певних умов), до того ж об'єкти тезавраційного інвестування вимагають додаткових поточних або одночасних витрат.

Саме з цих причин інвестиційні заощадження населення вкладаються не тільки в об'єкти тезавраційного інвестування, але і у сферу виробництва, об'єкти якої здатні приносити поточну прибутковість.

Інвестиційний капітал. Крім об'єктів тезавраційного інвестування кошти можуть бути вкладені у виробництво продукції, робіт або послуг. У цьому випадку мова йде вже про інвестиційний капітал, вкладенням якого займаються не тільки фізичні особи, але і підприємства усіх форм власності, що діють у різних організаційно-правових формах (приватне підприємство, господарське товариство, державне підприємства і т.ін.

Дотепер у міжнародній практиці немає єдиного поняття інвестиційного капіталу. Найбільше відповідним його сутності є визначення інвестицій, яке дається в Законі України "Про інвестиційну діяльність".

Інвестування капіталу передбачає трансформацію його форми з вартісної в натурально-вартісну шляхом придбання засобів виробництва й оборотних фондів, за допомогою котрих і буде здійснюватися виробництво продукції, робіт або послуг.

Якщо кошти безпосередньо вкладаються в придбання засобів виробництва й оборотних фондів, то в цьому випадку мова йде про матеріальні або реальні інвестиції.

Матеріальні інвестиції – це безпосередні вкладення коштів у матеріальні об'єкти (земельні ділянки, засоби виробництва, обладнання, виробничі запаси).

Розрізняють такі види **матеріальних інвестицій**:

прямі – кошти, вкладені у виробництво товарів, робіт або послуг за допомогою придбання ресурсів (матеріальних, засобів виробництва і т.ін.), із використанням яких буде організовано виробництво. Така назва свідчить про те, що кошти потрапляють безпосередньо в сферу матеріального виробництва;

трансфертні – кошти, вкладені в придбання існуючих цілісних майнових комплексів, що передбачає зміну їхнього власника. Прикладом трансфертних інвестицій є придбання у власність підприємств, магазинів, тощо.

Матеріальні інвестиції для власника капіталу звичайно пов'язані з рішенням питань організації виробництва, праці і управління, оскільки без додатка живої праці будь-який капітал мертвий. Власнику капіталу або доведеться самому займатися організацією виробництва, праці і управління, збутом продукції, пошуком сировини і вихідних матеріалів, виживанням у конкурентній боротьбі, або запросити для цього відповідних спеціалістів і контролювати їхню роботу. Матеріальні інвестиції для власника капіталу пов'язані з меншим ризиком, оскільки він у будь-якому з розглянутих варіантів організації експлуатації належного йому капіталу може спостерігати за станом справ, вносити необхідні оперативні корективи і приймати оперативні рішення.

Проте далеко не всі люди можуть працювати в сфері матеріального виробництва. Значна частина населення будь-якої країни зайнята в сфері нематеріального виробництва. Нарешті, багато власників коштів не розташовують ними в такому розмірі, що було б достатньо для здійснення прямих або трансфертних інвестицій. Чи можуть фізичні і юридичні особи, які не мають в своєму розпорядженні значних грошових ресурсів або не спроможні здійснювати матеріальні інвестиції, укласти свої кошти в сферу виробництва? Так, за допомогою фінансових інвестицій.

Фінансові інвестиції так само, як і матеріальні, здійснюються у виробництві товарів, робіт або послуг. Але якщо матеріальні інвестиції вкладаються безпосередньо у виробництво, без участі посередників, то фінансові інвестиції здійснюються в сферу виробництва додаткової вартості як безпосередньо власником коштів (у формі купівлі акцій або інших цінних паперів, видачі активного кредиту, частки (паю) у початковому капіталі іншого підприємства), так і за допомогою посередників – банків, страхових компаній, інвестиційних фондів, трастів. Якщо кошти вкладаються в цінні папери, то такі інвестиції називають **портфельними**.

Фінансові інвестиції за участю посередників можуть здійснюватися як із прямої згоди власника коштів (так працюють такі посередники як трасти, інвестиційні фонди), так і без відома власника коштів (так працюють банки, страхові компанії, пенсійні фонди).

Сучасна структура інвестицій відбиває значне переваження фінансових активів над матеріальними. Співвідношення фінансових і матеріальних активів вимірюється **коефіцієнтом фінансового взаємозв'язку**, автором якого являється американський економіст Р. Голдсміт. Вперше методика розрахунку коефіцієнта була запропонована вченим на початку 60-х років XX сторіччя. Коефіцієнт фінансового взаємозв'язку розраховується як відношення сукупних фінансових активів до розміру матеріальних активів за відрахуванням чистих зарубіжних активів країни. У 1805 році коефіцієнт фінансового взаємозв'язку в США складав усього 0,3; у 1990 році в США він укладав уже 2,0. В Україні коефіцієнт фінансового взаємозв'язку по оцінках спеціалістів складає 0,40-0,46.

Ствердження, що основним джерелом інвестицій являються заощадження населення, актуально і для інвестування капіталу. На рис. 1.3 подано схему, що показує, яким образом гроші населення перетворюються в капітал.



Рис. 1.3. Схема перетворення грошей населення в капітал

Процес виробництва матеріальних благ, виконання різноманітного роду робіт, надання послуг неможливий без створення загальних умов процесу відтворення.

До числа таких **загальних умов процесу відтворення** належать:

завоювання і зміцнення позицій підприємства на ринку (проведення маркетингових досліджень, організація реклами);

реалізація інноваційної стратегії підприємства (купівля проектно-кошторисної документації, "ноу-хау" програмних продуктів, методик, організація виробництва нових виробів, проведення досліджень і розробок);

підвищення кваліфікації виробничого й управлінського персоналу (курси підвищення кваліфікації, стажування, залучення консультантів і експертів);

організація нового або реорганізація діючого підприємства (послуги консультантів, спеціалістів, юристів, оплата реєстраційних процедур);

придбання виключних прав користування (купівля патентів, ліцензій на винахід, промислові зразки, товарні знаки);

придбання інформаційних послуг (запрошення на роботу різноманітного роду спеціалістів – вчених і практиків, їх консультації, придбання права доступу до різноманітного роду джерел інформації).

Тому будь-яке підприємство здійснює ще і нематеріальні інвестиції.

Нематеріальні інвестиції – це вкладення коштів у загальні умови процесу відтворення (процес виробництва, здійснюваний у масштабі, що збільшується,).

До числа нематеріальних інвестицій належить і так званий **гуманітарний капітал**, відомий ще за назвою інвестиції в персонал – кошти, що направляються на матеріальне заохочення або матеріальну допомогу персоналу підприємства, на навчання і підвищення кваліфікації персоналу, на проведення соціальних заходів для персоналу (наприклад, оплата за рахунок коштів підприємства обідів для персоналу, витрат на транспортні засоби, житла і т.ін.).

Особливість нематеріальних інвестицій складається в тому, що легко можна визначити їх виплати, тобто розмір витрат на зазначені вище цілі. А от їхнє надходження, тобто прибутковість нематеріальних інвестицій, так само, як і термін окупності, визначаються на превелику силу, а розрахувати їх практично неможливо.

Загальна класифікація інвестицій приведена на рис. 1.4.

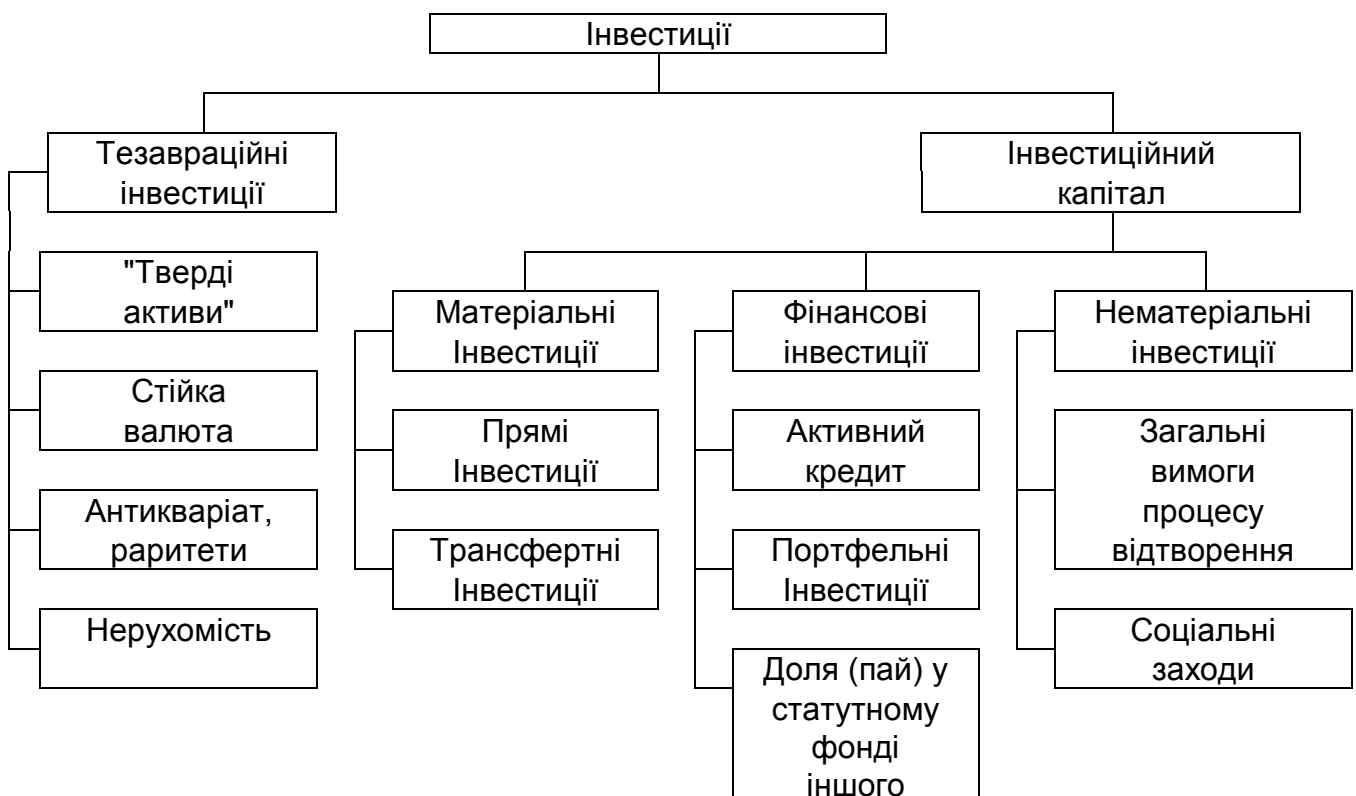


Рис. 1.4. Види інвестицій

1.2 Інвестиційний капітал та його оборот

Власник інвестиційного капіталу (а їм може бути і юридична особа, і фізична особа) може розпорядитися їм по-різному. Незалежно від варіантів розпорядження, інвестиційний капітал потрапляє в сферу матеріального виробництва – у сферу виробництва товарів, виконання робіт і надання послуг, тобто в сферу, де створюється додана вартість.

Інвестиційний капітал потрапляє в сферу матеріального виробництва або безпосередньо, прямо – у виді прямих і нематеріальних інвестицій, або опосередковано – у виді фінансових інвестицій.

Вибір варіанта вкладення інвестиційного капіталу – прямого або опосередкованого – залежить від цілого ряду чинників, серед яких особливо виділимо такі:

прибутковість інвестицій – адже вкладений капітал повинний не тільки повернутися до його власника, але і ще принести прибуток;

можливість власника капіталу безпосередньо контролювати процес обігу капіталу.

Роздивимося варіанти вкладення інвестиційного капіталу.

Прямі інвестиції. Кожний суб'єкт господарювання, що здійснює свою діяльність у будь-якій організаційно-правовій формі (приватне підприємство, державне підприємство, господарське, у тому числі, акціонерне товариство і т.ін.) потребує постійного надходження інвестиційного капіталу. Спробуємо відповісти на запитання: **навіщо суб'єкту господарювання інвестиційний капітал?**

Однозначно відповісти на це запитання не можна, оскільки неясно, про які об'єкти інвестування йде мова. Тому розглянемо відповідь на поставлене питання в залежності від інвестицій.

Прямі інвестиції є матеріальними інвестиціями (безпосередні вкладення коштів у матеріальні об'єкти – земельні ділянки, засоби виробництва, устаткування, виробничі запаси). Вони ще називаються **капітальними вкладеннями** (капітальними витратами). Відповідь на питання, навіщо підприємствам потрібний інвестиційний капітал для вкладення у матеріальні об'єкти, залежить від того, про яке підприємство йде мова – утворюване або діюче.

Очевидно, якщо мова про знову утворюване підприємство, то інвестиційний капітал потрібен для придбання основних і оборотних коштів, за допомогою яких власник капіталу буде виробляти продукцію, виконувати роботи і послуги. Капітал із грошової форми в сфері обертання трансформується в натурально-вартісну форму або, іншими словами, на наявні кошти будуть набуті устаткування, транспортні засоби, помешкання і т.ін., а також сировина і матеріали.

Декілька більш розгорнутим буде відповідь на поставлене запитання, якщо мова йде про вже діюче підприємство.

Просте відтворення капіталу. Спочатку зупинимося на підприємстві, що здійснює просте відтворення. Як відомо, просте відтворення припускає сталість масштабу виробництва, що характеризується незмінним, постійним обсягом виробництва.

Капітал підприємства в натурально-речовинній формі (основні засоби – устаткування, будівлі, транспортні засоби, комп'ютерна техніка, господарський інвентар) у процесі його експлуатації поступово зношується. У процесі зносу капітал утрачає свою початкову форму, фізичні якості й інші властивості, тобто фізично зношується.

Фізичний (матеріальний) знос основних засобів настає як у період їхньої експлуатації, так і в період їхньої бездіяльності внаслідок природних процесів руйнації. Ступінь фізичного зносу основних засобів різноманітна. При невеликому зносі, а також при зносі окремих елементів, наприклад, окремих вузлів або деталей в устаткуванні, машинах, транспортних засобах, мова йде про частковий знос. При повному фізичному зносі подальша експлуатація основних засобів неможлива.

Якщо фізичний знос капіталу не відшкодувати, то можливість випуску продукції заданої якості й у необхідному обсязі буде втрачена, і підприємство не в змозі буде здійснювати відтворювальний процес. Таким чином, знос основних засобів необхідно відшкодувати, тобто відновлювати їхні фізичні якості: при частковому зносі – частково, при повному – цілком, тобто забезпечувати просте відтворення засобів виробництва.

Для відшкодування часткового і повного зносу засобів виробництва використовуються різні способи. Відшкодувати частковий знос можна за допомогою проведення ремонту основних засобів – малого, середнього або капітального, або їхньої модернізації. При повному фізичному зносі відшкодування основних засобів можливо тільки у формі реновації, тобто у формі придбання нових засобів виробництва замість списаних через знос.

І для проведення ремонту, і для модернізації основних засобів, і для їхньої реновації необхідні відповідні фінансові ресурси. Що ж є джерелом таких фінансових ресурсів?

Ремонт основних засобів фінансується за рахунок коштів ремонтного фонду, що є складовою частиною поточних витрат підприємства, тобто складовою частиною собівартості продукції, робіт або послуг.

Модернізація і реновація основних засобів фінансуються за рахунок інвестиційних ресурсів, за рахунок коштів, які накопичені у результаті амортизації основних засобів, що акумулюються в амортизаційному фонді.

Як відомо, амортизаційний фонд являє собою суму коштів, еквівалентну ціні придбання засобів виробництва. Ціллю створення амортизаційного фонду саме і є накопичення інвестиційних ресурсів для відшкодування часткового і повного зносу основних засобів у формі їхньої модернізації і реновації (рис. 1.5).

Чи достатньо коштів амортизаційного фонду для фінансування модернізації і реновації основних засобів? Теоретично – так. Практично ж коштів амортизаційного фонду для фінансування модернізації і реновації основних засобів недостатньо і, насамперед, у силу впливу інфляції, унаслідок якої відбувається знецінювання коштів амортизаційного фонду.

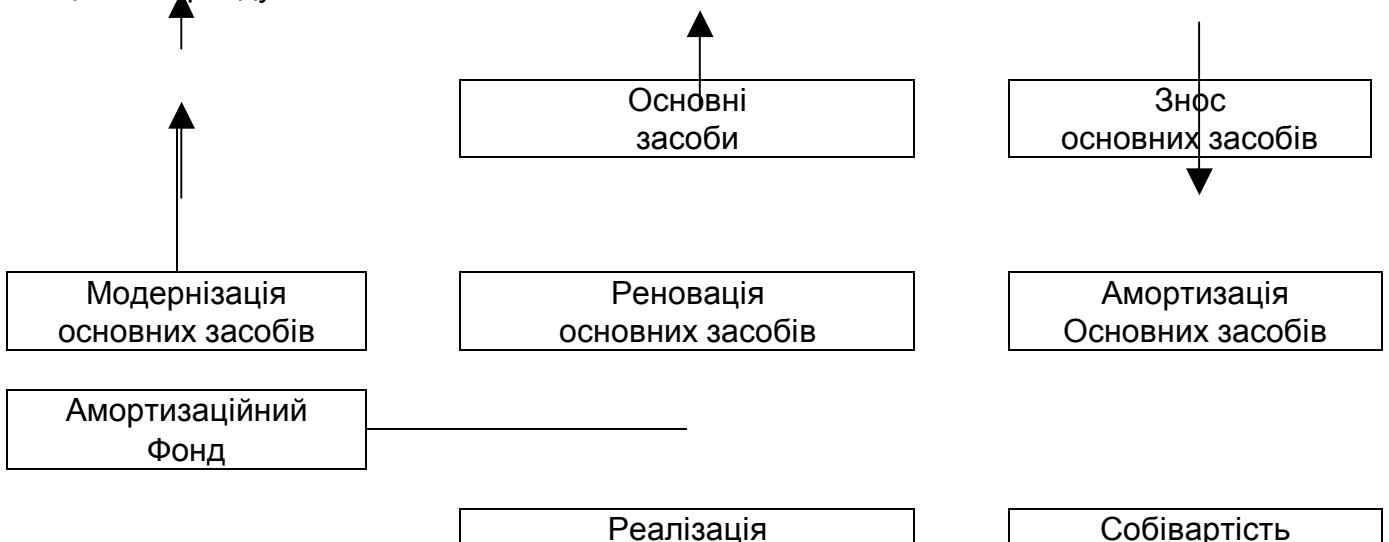




Рис. 1.5. Кругообіг основних засобів

Таким чином, якщо мова йде про підприємство, що здійснює просте відтворення, яке супроводжується простим відтворенням засобів виробництва (або капіталу), то тоді інвестиції необхідні для фінансування модернізації і реновації основних засобів, тобто для часткового і повного відшкодування фізичного зносу. Проте просте відтворення є, скоріше, винятком, ніж правилом у діяльності будь-якого підприємства. Якщо підприємство хоче не просто виживати, а розвиватися, то воно повинне здійснювати розширене відтворення, що супроводжується розширеним відтворенням капіталу.

Розширене відтворення капіталу. Необхідність розширеного відтворення капіталу (засобів виробництва) викликана тим, що збільшення масштабу виробництва і зміна його структури, підвищення вимог до якості продукції, прагнення до зниження витрат, характерні для розширеного відтворення, повинні супроводжуватися збільшенням основних засобів відповідного технічного рівня.

Розширене відтворення засобів виробництва необхідно не тільки у випадку збільшення масштабу виробництва.

При переході на виробництво нової продукції, при освоєнні нових технологій і нових конструкційних матеріалів, для підвищення рівня екологічності виробництва необхідна нова техніка, придбання якої здійснюється також у рамках розширеного відтворення засобів виробництва. Розширене відтворення засобів виробництва необхідно і тоді, коли мова йде про подолання морального старіння, тобто морального зносу засобів виробництва.

Розширене відтворення засобів виробництва можна забезпечити двома способами – екстенсивним і інтенсивним.

При екстенсивному способі збільшення капіталу (основних засобів) забезпечується за рахунок збільшення парку устаткування, залучення додаткових виробничих площ, оборотних коштів і т. ін. Як правило, технічний рівень додатково придбаних засобів виробництва або аналогічно діючим, або відрізняється від них незначно.

Інтенсивний спосіб розширеного відтворення капіталу припускає придбання нових засобів виробництва, що значно перевершують існуючі по продуктивності і забезпечують одержання більш високого рівня якості продукції. Як правило, у цьому випадку устаткування призначене для нових технологій або нових конструкційних матеріалів.

І екстенсивний, і інтенсивний способи розширеного відтворення капіталу здійснюються в різних формах (табл. 1.1). Варто підкреслити, що поділ форм розширеного відтворення капіталу (засобів виробництва) підприємства по екстенсивному й інтенсивному напрямках носять у певній мірі умовний характер. Але такий поділ дозволяє одержати уявлення про способи і форми розширеного відтворення капіталу.

Таблиця 1.1

Форми екстенсивного й інтенсивного способів розширеного відтворення капіталу підприємств

Способи розширеного відтворення	Форми розширеного відтворення капіталу підприємств
1. Екстенсивний	1. Нове будівництво – створення виробничих потужностей по нових проектах на нових площах. Будівництво філій, окремих виробництв на діючих підприємствах. 2. Розширення виробництва – будівництво нових підроз-

	ділів і розширення діючих виробничих підрозділів основного й обслуговуючого виробництва.
2. Інтенсивний	1. Реконструкція виробництва – переустаткування діючих виробництв, що здійснюється по єдиному комплексному проекту по підприємству в цілому. 2. Технічне переоснащення – комплекс заходів, спрямованих на підвищення техніко-економічного рівня виробництва окремих цехів, ділянок, виробництв за допомогою механізації, автоматизації виробничого процесу, впровадження нових технологій, нових конструкційних матеріалів, заміни фізично і морально зношеного устаткування.

Необхідно відзначити принципове розходження у факторах і динаміці інвестицій у накопичення (розширене відтворення капіталу) і відшкодування капіталу (просте відтворення). Основними факторами, що визначають необхідність відшкодування основного капіталу, причому, факторами очевидними і такими, що мають об'єктивний характер, є природне старіння засобів виробництва і виникнення конкуренції з боку більш досконалих засобів виробництва, тобто фізичний і моральний знос. У той же час серед факторів, що обумовлюють інвестиції в накопичення, варто назвати екстенсивні фактори, наприклад, підвищення попиту на продукцію, що виробляється з цим капіталом, і інтенсивні, наприклад, необхідність завершення інноваційних процесів у формі практичного використання їхніх результатів.

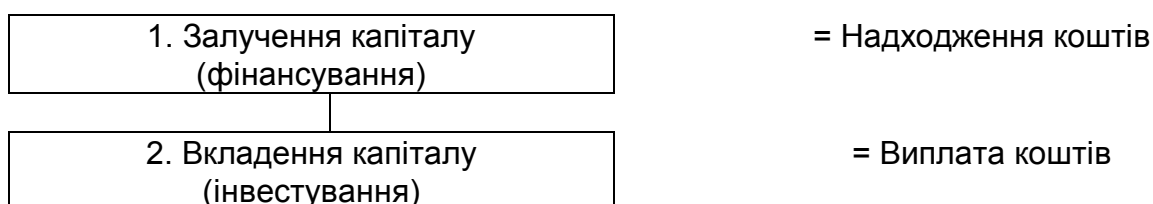
У залежності від участі в процесі відтворення розрізняють бруто-інвестиції і нетто-інвестиції.

Бруто-інвестиції (валові інвестиції) – це загальний розмір інвестицій підприємства за певний період (як правило, за рік). До складу бруто-інвестицій входять як інвестиції на відшкодування основних засобів виробництва, так і нетто-інвестиції. Джерелом інвестиційних ресурсів, що спрямовуються на відшкодування основних засобів виробництва, які вже беруть участь у процесі виробництва на підприємстві (будівлі, спорудження, устаткування, транспортні засоби, обчислювальна техніка і т.ін.), є амортизаційні відрахування від вартості цих засобів виробництва.

Нетто-інвестиції (чисті інвестиції) – це інвестиційні ресурси, що спрямовуються на розширення процесу виробництва у формі нового будівництва, розширення, технічного переозброєння або реконструкції діючого підприємства. Джерелом нетто-інвестицій є прибуток підприємства або позикові кошти (кредити банків, емісія (випуск) боргових цінних паперів, наприклад, облігацій). Динаміка нетто-інвестицій відбиває характер розвитку підприємства. Зростання обсягу чистих інвестицій викликає збільшення прибутків підприємства.

Оборот капіталу. Відомо, що капітал створює додаткову вартість у процесі свого обороту. Розглянемо процес обороту капіталу (рис. 1.6).

Процес обороту інвестиційного капіталу – це фінансово-економічний процес, що знаходиться в постійній взаємодії з товарно-економічними процесами. При цьому товарно-економічні процеси протистоять фінансово-економічним.



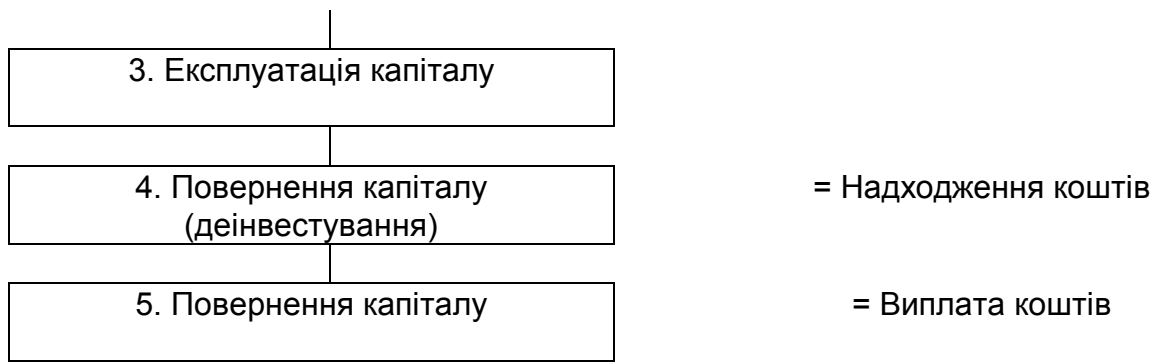


Рис. 1.6. Процес обігу інвестиційного капіталу

Розглянемо етапи процесу обігу капіталу.

Етап 1. Вкладення коштів у різноманітні активи (матеріальні, фінансові, нематеріальні) потребує залучення інвестиційних ресурсів. Інвестиційний капітал може бути власним, позиковим або залученим (емісія акцій). На першому етапі обігу капіталу відбувається надходження коштів.

Етап 2. Залучений капітал інвестується в матеріальні або фінансові активи (прямі або фінансові інвестиції). Інвестування, тобто здійснення процесу вкладення коштів, означає трансформацію капіталу, слідством якої є зміна форми капіталу. При прямих інвестиціях інвестиційний капітал трансформується з грошової (вартісної) форми в матеріально-вартісну форму шляхом обміну в сфері обертання на засоби виробництва й оборотні кошти. При фінансових інвестиціях інвестиційний капітал також змінює свою форму, але змінює опосередковано. Його обмін на засоби виробництва й оборотні кошти опосередковано здійснює емітент цінних паперів або суб'єкт господарювання, у чий статутний фонд інвестував свій капітал його власник. Іншими словами, при прямих інвестиціях шлях інвестиційного капіталу в сферу виробництва товарів, робіт і послуг коротше, чим при фінансових інвестиціях, оскільки в цьому випадку цей шлях розбивається на два етапи: перехід інвестиційного капіталу в тимчасове розпорядження покупця капіталу й інвестування капіталу в сферу виробництва товарів, робіт і послуг. ~~Повільне~~ вкладення капіталу, пов'язаного з будівництвом і освоєнням нових дорогих об'єктів, є самим незручним і болісним для інвестора. Чим більше тривалість цього періоду, тим вище ступінь ризику. У цей період має місце "заморожування" (імобілізація, "омертвляння" капіталу), оскільки протягом цього періоду інвестор не одержує ні оборотних грошових потоків (повернення вкладених коштів), ні прибутку на вкладений капітал.

Етап 3. На цьому етапі здійснюється експлуатація капіталу, що знаходиться в матеріально-вартісній формі, результатом чого є прибуток від експлуатації об'єкта інвестування. Капітал прямо (прямі інвестиції) або опосередковано (вкладення коштів у цінні папери) перетворюється в товари, вартість яких повинна бути вище розміру інвестованих коштів.

Етап 4. У результаті продажі готової продукції капітал повертається зворотно. При цьому можливо як одержання прибутку, так і наявність збитків від експлуатації об'єкта інвестування. Вкладені в матеріальні або фінансові об'єкти (активи) кошти знову визволяються в ліквідній формі. При цьому відбувається надходження платежів. Процес інвестування капіталу (етап 2) і його деінвестування (етап 4) може продовжуватися як постійний цикл доти, поки зворотні потоки капіталу не стануть позитивними (тобто до одержання стабільного прибутку).

Прибуток від експлуатації об'єкта інвестування є джерелом повернення вкладеного капіталу і після його повернення – джерелом прибутку на вкладений капітал (при прямих інвестиціях) і джерелом прибутковості на фінансові інвестиції. На цьому етапі

яскраво виражена різниця між прямими і фінансовими інвестиціями. Якщо джерелом повернення (відшкодування) прямих інвестицій є прибуток від експлуатації об'єкта інвестування – підприємств, магазинів, бензоколонок і т.ін., то повернути фінансові інвестиції можна по різному:

акції можна продати по сформованій ринковій вартості на вторинному ринку цінних паперів або, що набагато рідше, їх може викупити емітент – акціонерне товариство;

боргові цінні папери можна або продати по сформованій ринковій вартості на вторинному ринку цінних паперів, або, дочекавшись терміну їх погашення, повернути емітенту;

пай (частку) у статутному фонді іншого суб'єкта господарювання можна продати (якщо знайдеться бажаючий купити); пай може викупити за певних умов сам суб'єкт господарювання, що діє в організаційно-правовій формі господарського товариства.

На цьому етапі відбувається виплата платежів (тобто витрата інвестиційного капіталу).

Етап 5. Процес дефінансування капіталу здійснюється у формі виплат для погашення кредитів, облігаційних позик, розподілу прибутку, відшкодування часткового паю, якщо його власник побажає вийти з діла.

Лекція 2 “Характеристики інвестиційної діяльності” (4 години)

2.1 Фінансові інвестиції

Інвестиційний капітал його власником може вкладатися у фінансові активи інших суб'єктів. Об'єкти фінансових інвестицій можуть бути такі:

цінні папери різних емітентів;

частка (пай) у статутному фонді іншого суб'єкта господарювання.

Частіше усього, коли мова йде про фінансові інвестиції, під ними розуміють інвестування в цінні папери, тобто створення портфеля цінних паперів.

Фінансові інвестиції можуть здійснювати і фізичні, і юридичні особи, і держава.

При фінансовому інвестуванні у вигляді створення портфеля цінних паперів інвестор-юридична особа переслідує такі цілі:

зберігання і збільшення капіталу;

придбання цінних паперів, що за умовами обігу можуть замінити кошти (у грошовій і безготівковій формі);

доступ до дефіцитної продукції і послуг, до майнових і немайнових прав через придбання цінних паперів;

одержання доступу до управління підприємством-емітентом цінних паперів (у даному випадку мова йде про інвестиційні або пайові цінні папери – акції) або здійснення контролю над діяльністю підприємства шляхом формуванні портфеля певного розміру.

Цінні папери являють собою грошові документи, що засвідчують права власності або відношення позики власника документа та емітента цінних паперів. Цінні папери, які використовують у світовій практиці, дуже різноманітні (рис. 1.7). У залежності від цілей випуску цінні папери підрозділяються на комерційні і фондові.

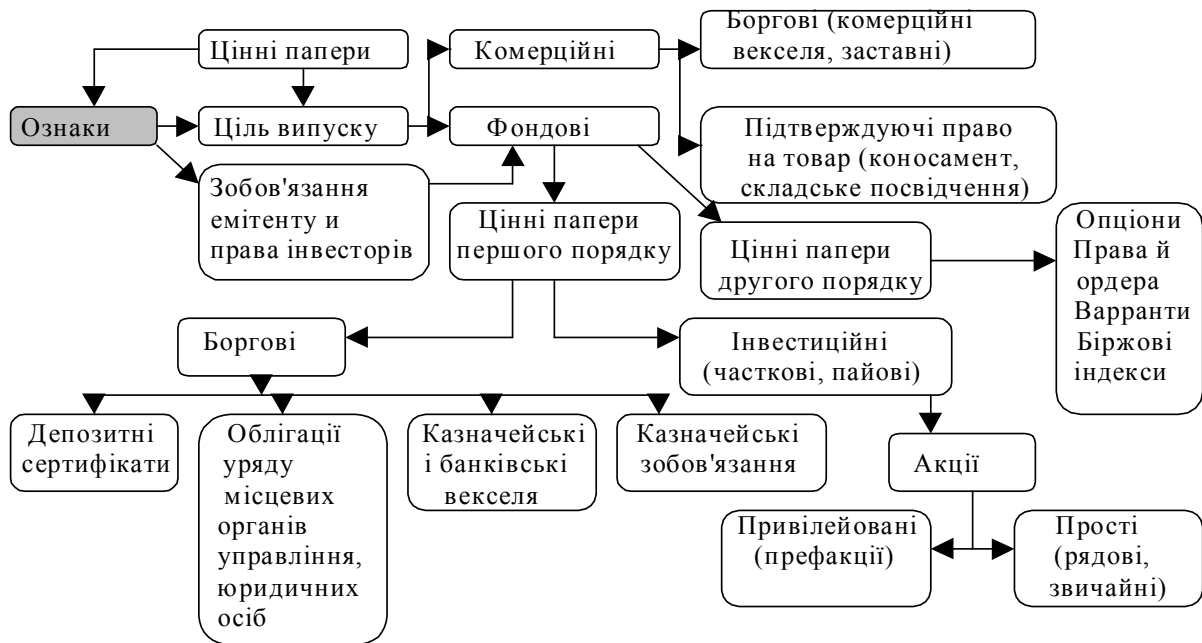


Рис. 1.7. Загальна класифікація цінних паперів

Комерційні цінні папери обслуговують процес товарообігу і певні майнові угоди. До таких паперів належать комерційні векселя, чеки, коносаменти, складські і заставні свідоцтва, заставні й інші подібного роду цінні папери. *Комерційні цінні папери невіддільні від процесу товароруку*; їх життєвий цикл відповідає тривалості процесу руху товару від виробника (власника) до кінцевого споживача. Комерційні цінні папери можуть бути *борговими* (комерційні векселя, закладні) або *такими, що підтверджують право їхнього власника на товар* (коносамент).

Інвестиційний капітал вкладається у **фондові цінні папери**, що обертаються на фондовому ринку, куди вони можуть потрапити після завершення процедури їхнього первинного розміщення.

Призначенням фондових цінних паперів є акумуляція коштів у їх емітента.

Вся сукупність фондових цінних паперів є дуже різноманітною і тому може бути класифікована за різними ознаками – статусу інвестора, виду емітента, сфери обертання (рис. 1.8).

В залежності від статусу інвестора фондові цінні папери діляться на дві групи – **боргові цінні папери** (debt securities) і **інвестиційні (часткові або пайові) цінні папери** (equity securities).

Борговий цінний папір являє собою зобов'язання емітента погасити суму заборгованості відповідно до узгодженого графіка і заплатити за користування узятими в борг коштами ("обслужити борг"). До боргових цінних паперів належать *облігації, казначейські і банківські векселя, казначейські зобов'язання і депозитні сертифікати*.

Інвестиційний (частковий або пайовий) цінний папір надає право власнику на частину активів і одержуваних із їхньою допомогою прибутків емітента. До інвестиційних цінних паперів належать *усі види акцій* усіх без винятку типів емітентів.

Боргові й інвестиційні цінні папери різняться між собою. Сама істотна відмінність складається в тому, що інвестиційні цінні папери дають їхнім тримачам право на частину власності підприємства, а боргові цінні папери являються просто позикою, що інвестори надають емітенту цих паперів. Говорячи іншими словами, **власники акцій**

– це власники підприємства, а власники облігацій і інших боргових цінних паперів – це кредитори.

Боргові й інвестиційні цінні папери відбиваються в різноманітних частинах активу балансу підприємства-інвестора в залежності від строку, протягом якого інвестор припускає їх тримати, і їхньої ліквідності. Якщо інвестор набув довгострокових боргових цінних паперів або акцій інших емітентів і припускає їх тримати понад рік, то такі інвестиції відбиваються у першому розділі активу балансу – "Необоротні активи". Якщо підприємство-інвестор набуває довгострокових боргових цінних паперів або акцій інших емітентів із наміром продати їх у поточному році, тоді відповідно до П(С)БО їхня вартість відбивається у складі короткострокових фінансових вкладень, тобто в другому розділі активу балансу "Оборотні активи". Короткострокові боргові цінні папери відбиваються в другому розділі активу балансу "Оборотні активи".

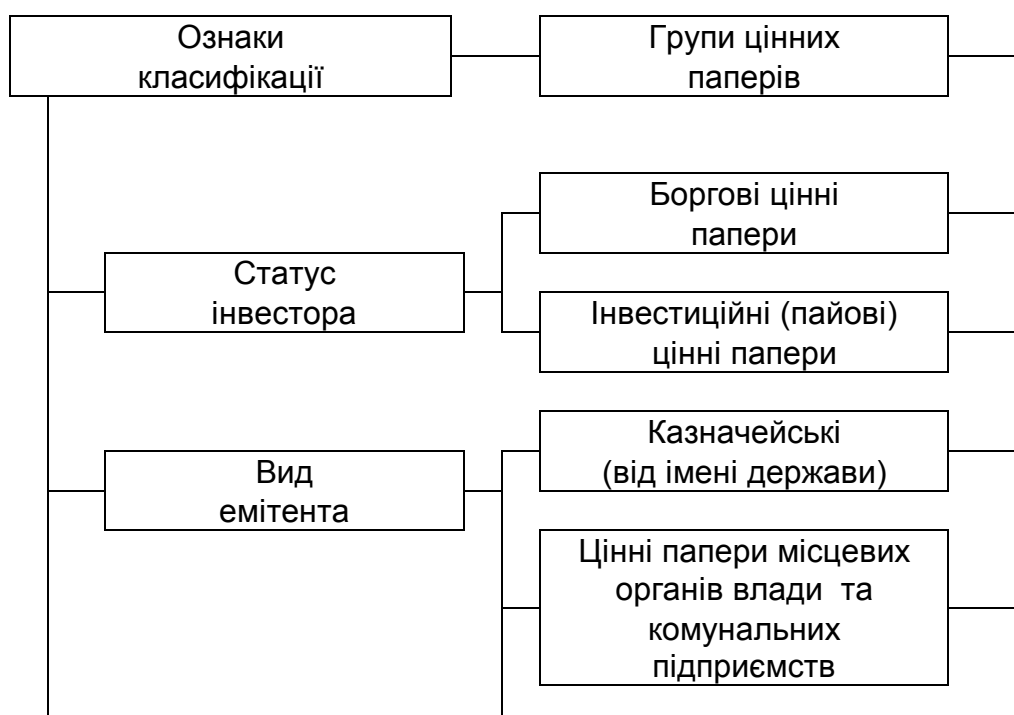
Фондові цінні папери можуть бути класифіковані по їхніх емітентах, якими можуть бути державні інститути, місцеві органи влади, корпорації (акціонерні товариства), фінансові інститути, а також будь-яка правоздатна юридична особа. У цьому зв'язку боргові й інвестиційні цінні папери діляться на такі типи:

казначейські, тобто цінні папери, що випускаються від імені уряду Міністерством фінансів. Це один із самих надійних видів цінних паперів, оскільки вони забезпечені коштами державного бюджету. Найбільше поширеними видами цих цінних паперів є *казначейські векселя і казначейські облігації*;

цінні папери місцевих органів влади і підприємств, що знаходяться в їх власності. Їхнім забезпеченням є місцеві податки і дотації уряду на конкретні проекти. Найбільше поширеними видами цих цінних паперів є *муниципальні і комунальні облігації*. Крім того, мають ходіння акції комунальних підприємств; їхнім забезпеченням є власний чистий прибуток комунальних підприємств;

цінні папери акціонерних товариств (корпорацій) і фінансових інститутів. До них відносяться *акції й облігації*. Це – класичні цінні папери, так називані цінні папери першого порядку. Крім того, цей тип емітенту може випускати вторинні цінні папери під вже існуючі цінні папери першого порядку (права на підписку, опціони, варанти);

цінні папери банків – сертифікати, чеки, заставні листи й інші власне боргові зобов'язання банків.



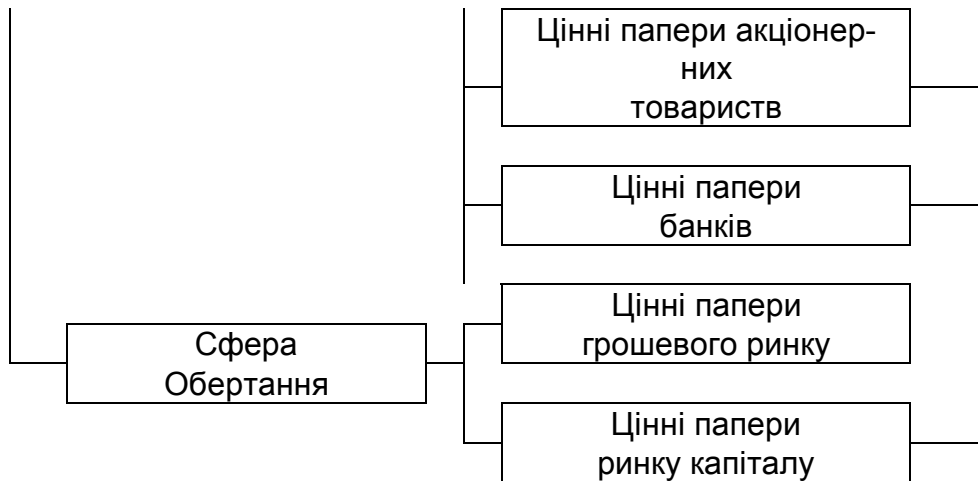


Рис. 1.8. Класифікація фондових цінних паперів .

Основою для ще однієї класифікації цінних паперів є відповідь на питання, де продається той або інший вид цінних паперів. Відповідно до цього вони діляться на цінні папери грошового ринку і цінні папери ринку капіталу (рис. 1.9).

Грошовий ринок являє собою частку фінансового ринку, на якому здійснюється купівля-продаж короткострокових цінних паперів із терміном дії від одного дня до одного року.

Як правило, цінні папери, що обертаються на грошовому ринку, сполучені з низьким ризиком несплати, тому що випускаються позичальниками з високим рейтингом платоспроможності. Всі вони належать до боргових цінних паперів, хоча їхні емітенти входять у різні класифікаційні групи.

Ринок капіталів поданий цінними паперами із терміном існування більш одного року. Це можуть бути як боргові, так і інвестиційні цінні папери. Такого роду паперу випускають усі типи емітентів: держава, місцеві органи влади (муніципалітети), корпорації (акціонерні товариства), фінансові інститути і т.ін.

СФЕРА ОБЕРТАННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	
ГРОШОВИЙ РИНОК	РИНОК КАПІТАЛУ
Короткострокові цінні папери (від одного дня до одного року)	Боргові й інвестиційні цінні папери з терміном існування більш року
Високий рейтинг платоспроможності емітенту	Рейтинг платоспроможності емітенту різний
Низький ризик несплати	Достатньо високий ризик утрати капіталу
В и д и ц і н н и х п а п е р і в	
казначейські векселя сертифікати	акції облігації всіх емітентів

Рис. 1.9. Класифікація цінних паперів у залежності від сфери їх обертання

З названих правил існують і винятки; так, деякі види цінних паперів хоча і мають термін існування менше одного року, функціонують не на грошовому ринку, а на ринку капіталів, наприклад, опціони.

Об'єктами портфельного інвестування у світовій економіці виступають різноманітні цінні папери першого і другого порядку.

До класичних цінних паперів **першого порядку** належать **акції й облигації** промислових, будівельних, торгових, транспортних підприємств, комерційних банків, страхових компаній, пенсійних і інвестиційних фондів і компаній. Цей тип емітента може випускати **цінні папери другого (вторинні цінні папери)** під вже існуючі цінні папери першого порядку – права на підписку, опціони, варанти.

В Україні об'єктів портфельного інвестування не так багато. Відповідно до статті 3 Закону України "Про цінні папери та фондову біржу" із змінами, внесеними згідно із Законами України від 14.10.92 р. N 2680-XII об'єктами портфельного інвестування являються такі види цінних паперів:

- акції;
- облигації внутрішніх та зовнішніх державних позик;
- облигації місцевих позик;
- облигації підприємств;
- казначейські зобов'язання;
- ощадні сертифікати;
- інвестиційні сертифікати;
- векселі;
- приватизаційні папери.

Портфельне інвестування частково регламентується положеннями Закону України "Про цінні папери та фондову біржу"¹², нормативними документами Державної комісії по цінним паперам та фондовому ринку та внутрішньокорпоративними документами емітентів (наприклад, Статутом акціонерного товариства, його положеннями по окремих аспектах діяльності, проспектом емісії цінних паперів та ін.)

Розглянемо особливості об'єктів портфельного інвестування.

Найбільш поширеними об'єктами портфельного інвестування і в світі, і в Україні є облигації та акції.

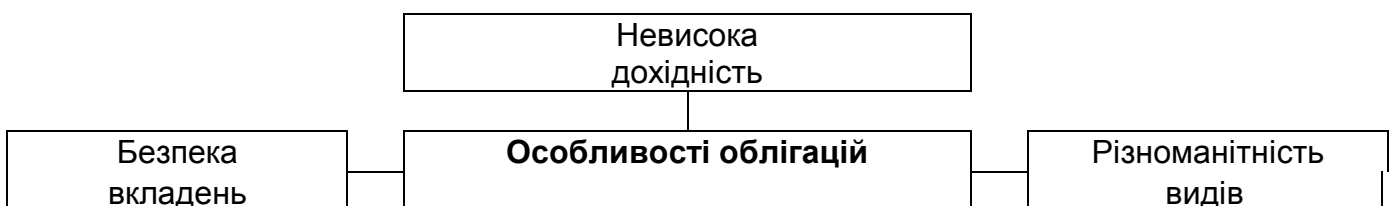
Облигацією (corporations bonds) називається письмове боргове зобов'язання, у якому емітент зобов'язується виконати певні умови – повернути через час отриману суму і виплатити винагороду за користування нею. Таким чином, **облигація засвідчує:**

- факт надання власником паперу коштів емітенту;
- зобов'язання емітента повернути борг;

право інвестора одержувати винагороду за надані кошти (певний відсоток від номінальної вартості облигації – купонна ставка, або різниця між ціною погашення облигації та її емісійною ціною – ціною придбання).

Як правило, облигації приносять їхнім власникам **прибуток** у вигляді **фіксованого процента** до номінальної вартості, дійсного протягом строку позики. Водночас існують облигації з плаваючою **ставкою**, що змінюється по заздалегідь заданому алгоритму, наприклад, пропорційно індексу цін на споживчі товари, рівню позичкового відсотка або відповідно до росту інфляції.

Характерні риси облигацій подані на рис. 1.10.



¹ Зі змінами та доповненнями від 14 жовтня 1992 року N 2680-XII, від 2 березня 1995 року N 82/95-ВР, від 14 березня 1995 року N 90/95-ВР, від 9 липня 1996 року N 283/96-ВР, від 10 вересня 1997 року N 523/97-ВР, від 5 травня 1999 року N 622-XIV, від 3 червня 1999 року N 719-XIV.



Рис. 1.10. Особливості облігацій

Прибутковість облігацій не дуже висока, але цей вид інвестицій дуже добре захищений завдяки тому, що облігація по своїй суті є борговим документом. Якщо підприємство-емітент облігацій припиняє своє існування, то заборгованість власникам облігацій, як і всі інші заборгованості (по заробітній платі, за сировину й інші), виплачуються в першу чергу після розпродажу того, що залишилося від майна підприємства. Через те, що елемент ризику при придбанні облігацій відносно малий, вони дуже популярні в зарубіжній практиці серед інвесторів-юридичних осіб. В Україні такою популярністю серед юридичних осіб користуються облігації внутрішньої державної позики. Оскільки покупців коштів (а це і банки, і емітенти цінних паперів) багато, то вони пропонують власнику інвестиційного капіталу різноманітні облігації. **У зв'язку з цим облігації надзвичайно різноманітні.** В їхньому різноманітті можна виділити такі групи по зазначених ознаках:

по терміну дії – короткострокові (від року до трьох років); середньострокові (від трьох до семи років); довгострокові (від семи до тридцятьох років) і безстрокові (виплата процентів провадиться невизначено довго);

по способах виплати доходу – облігації з фіксованою купонною ставкою; облігації з плаваючою купонною ставкою; облігації з рівномірно зростаючою купонною ставкою (вона може бути ув'язана з рівнем інфляції); облігації з нульовим купоном (емісійна ціна облігації встановлюється нижче номінального і різниця між ними ставить дохід інвестора, який виплачується у момент погашення облігації по номінальній ціні); процент по облігації протягом строку позики не виплачується); облігації з оплатою на вибір (купонний прибуток за бажанням інвестора може замінитися облігаціями нового випуску); облігації змішаного типу (протягом певного періоду виплата прибутку здійснюється по фіксованій ставці, а потім - по плаваючій).

Дохід по облігаціях звичайно нижче доходу по акціях; водночас він значно менше залежить від коливань ринкової кон'юнктури. Ступінь надійності тут віддає перевагу розміру доходу. Зокрема, тому облігації являються основним об'єктом інвестицій комерційних банків, що піклуються не стільки про дохідність вкладень, скільки про надійність своїх внесків.

Облігації державної позики (у світовій практиці вони ще зветься урядовими) випускаються до обігу за допомогою Національного банку країни. Вкладення в державні облігації *гарантуються* державою, усією її економічною міццю і бюджетом, тому вони вважаються дуже надійними інвестиціями. Для обережного інвестора облігації будуть одним із надійних способів розміщення капіталу. На жаль, у нашій країні довіра до державних облігацій істотно підірвана раніше застосовуваною практикою їх поширення і невчасного погашення. Перша облігаційна позика була випущена державою у 1922 році. По облігаціях позики крім вигащів виплачувався дохід у розмірі 6 % річних. По більш пізнім (3 і 9-відсоткові позики) відсоток по облігаціях не нараховувався. Дохід по позиці виплачувався у вигляді вигащу з розрахунку 3 і 9 % річних від загального розміру залишку позики. З позицій інвестора такі папери навряд чи можна віднести до дійсних облігацій. Скоріше, вони виконували роль лотерейних квитків. При цьому ціною квитка була різниця між курсовою вартістю, по котрій облігації купувалися в ощадному банку, і номінальною ціною, по якій вони здавалися в банк. Таке відношення до обслуговування боргу можливо лише у того уряду, який не дуже цікавиться ступенем довіри інвесторів (населення) до державних зобов'язань. Жодний уряд не може собі дозволити подібного

ставлення, оскільки це означає для нього втрату однієї з істотних можливостей фінансування дефіциту державного бюджету.

Державні облігації вільно продаються і купуються на ринках цінних паперів. Ціни на них залежать в основному від того, скільки часу залишається до закінчення строку, на який уряд випустив ці облігації: чим ближче до кінця цього строку, тим вище ціни.

Облігації місцевої позики ще мають назву муніципальних. В Україні відомі три моделі проведення місцевих позик.

Перша модель аналогічна емісії облігацій внутрішньої державної позики, а отримані кошти направлялися на покриття дефіциту бюджету. Друга модель передбачала отримання коштів на реалізацію місцевих програм, а третя – отримання цільових позик, погашення яких здійснювалося не тільки грошима.

До теперішнього часу обсяги емісій місцевих позик є незначними та мають локальний характер. За їх допомогою вдалося отримати близько 200 млн. грн. За період 1995-2000 роки місцеві позики було здійснено у 10 областях України. За рівнем розміщення найбільш успішними були місцеві позики у Харківській, Запорізькій та Херсонській областях.

Низька результативність місцевих позик зумовлена таким:

майже відсутня законодавча та нормативна база, внаслідок чого емітенти – органи місцевого самоврядування – не можуть професійно підготувати інвестиційні плани; відсутній досвід роботи на фондовому ринку у місцевій влади; кошти на обслуговування місцевого боргу не вносилися у видаткові статті бюджету;

місцеві облігації не викликали довіри у населення, хоча їх розміщення передбачалося саме серед внутрішніх інвесторів.

Існують і об'єктивні перешкоди щодо емісії муніципальних облігацій, які викликані несприятливістю правового поля³. Зміна законодавчої бази суттєво знизила привабливість муніципальних облігацій не тільки для інвесторів, але і для емітентів. У відповідності із Указом Президента України «Про впорядкування внутрішніх і зовнішніх запозичень, які проводяться органами місцевого самоврядування»

емісія муніципальних облігацій повинна мати гарантію місцевого бюджету, тобто у видатковій частині міського бюджету повинні бути передбачені витрати на погашення зобов'язань та обслуговування позики. Гарантія передбачена тільки за рахунок бюджетних коштів, а не під заставу майна чи землі;

кошти від розміщення позики можуть направлятися тільки на фінансування бюджетних організацій, які у сьогоднішніх умовах не можуть гарантувати ні повернення кредиту, ні його обслуговування;

обсяг та умови емісії муніципальних облігацій повинні бути узгоджені із Міністерством фінансів України;

рішення про проведення позики повинне затверджуватися на бюджетній сесії.

Акція (share) – це цінний папір, що засвідчує пайову участь його власника в капіталі ділової одиниці бізнесу, що має статус юридичної особи у формі акціонерного товариства (корпорації). Акція – це частка акціонера (shares of stock) у всьому тому, що має акціонерне товариство, його узаконене право на частку капіталу, майна, прибутку. Вона існує стільки ж часу, скільки існує саме акціонерне товариство, хоча за цей час може змінитися безліч власників даної акції. Акціонер не має права повернути акції акціонерному товариству, яке їх випустило (хоча акціонерне товариство може викупати

³ Емісія муніципальних облігацій проводиться відповідно до Указу Президента України «Про впорядкування внутрішніх і зовнішніх запозичень, які проводяться органами місцевого самоврядування», який вступив в дію з 09.07.1998 р.

власні акції за спеціальним рішенням). Акціонер може їх лише продати на вторинному ринку цінних паперів.

У класі акцій виділяють два їх різновиду: звичайні (прості, рядові) акції і привілеювані (преференційні або префакції) акції.

Звичайні акції (прості, рядові) – це найпоширеніший вид інвестицій у цінні папери. Такі акції дають їхнім тримачам право на частку майна акціонерного товариства, яке їх випустило. Тримачів звичайних акцій можна назвати співвласниками корпорації; вони – постачальники її початкового капіталу. Власники простих акцій користуються *левними правами і повноваженнями*, серед котрих – право голосу при виборах органів управління акціонерним товариством; право одержувати дивіденди; право переуступати власність (продаж, дарування, заповіт акцій); право на обмежену відповідальність і т.ін. **Чим же привабливі акції для інвесторів?** Назвемо такі риси привабливості акцій для інвесторів (рис. 1.11). Набуваючи акції, інвестор – юридична або фізична особа – розраховує **одержувати прибуток із двох джерел**: перший – дивіденд на акції, другий – приріст капіталу.

Дивіденд на акцію – це частина чистого прибутку акціонерного товариства, що спрямовується на виплату власникам акцій. Наприклад, за перший рік після оплати всіх рахунків і податків прибуток акціонерного товариства, що емітувало 20 000 акцій, склав 20 000 грн. або 10 % від розміру початкового капіталу в 200 000 грн.

Отриманий прибуток може бути використаний по-різному. Не виключено, що він буде цілком виплачений власникам акцій. Можливий і інший крайній випадок – весь прибуток буде реінвестовано, тобто спрямовано на розширене відтворення капіталу підприємства. Але цей випадок чреватий підривом довіри інвесторів до акцій акціонерного товариства і навряд чи одержить більшість голосів акціонерів на загальних зборах. Тому частіше вибирається компромісне рішення: виплатити частину прибутку як дивіденди на акції, а іншу частину – нерозподілений прибуток – знову вкласти у виробництво (реінвестувати). Якщо прийняте рішення 40 % чистого прибутку розподілити, тобто направити на виплату дивідендів, тоді прибуток (дивіденди) на одну акцію складе 0,4 грн. (20 000 x 0,4 : 20 000). Це та сума, що одержує власник однієї акції. Відповідно, власник 10 акцій одержує 4 грн., а власник 100 акцій – 40 грн.



Рис. 1.11. Привабливість акцій для інвестора

Приріст капіталу – друге джерело прибутку по акціях (або, що те ж саме – множення капіталу). Якщо справи акціонерного товариства будуть йти добре і його прибутки будуть стабільні, то акція зможе стати дорожче, чим була спочатку. Для багатьох ін-

весторів множення капіталу являє собою головну привабливу рису звичайних акцій. Розглянемо механізм множення капіталу за даними приклада.

Нагадаємо, що на загальних зборах акціонерного товариства вирішено із 20 000 грн. чистого прибутку 8 000 грн. (40 %) направити на дивіденди, а 12 000 грн., що залишилися (60 %), реінвестувати. Ці 12 000 грн. збільшать цінність кожної акції і тим самим – її еквівалентну частку в капіталі акціонерного товариства. Якщо початкова ціна акцій складала 10 грн., то тепер вони повинні оцінюватися в 10,6 грн. ($10,0 + 12\,000 : 20\,000$), оскільки акціонерне товариство має у своєму розпорядженні додаткову суму в 12 000 грн. крім початкового капіталу в 200 000 грн. Ці 12 000 грн. будуть спрямовані на збільшення сукупного багатства акціонерів – на збільшення активів (капіталу) товариства.

Номінал акції – 10 грн. – стає умовним. Рік від року, якщо акціонерне товариство буде продовжувати збільшувати сукупне багатство за рахунок частини прибутку, номінальна вартість акції буде мати все менше відношення до ціни акції. Через декілька років загальна вартість майна акціонерного товариства (будівлі, спорудження, устаткування, транспорт, обчислювальна техніка і т.ін.) може в цьому випадку значно збільшитися (якщо акціонерне товариство не наробить боргів, тобто якщо не зростуть його пасиви). Тоді *книжкова вартість (або балансова)* кожної акції теж збільшиться і буде перевищувати номінальну її вартість.

Книжкова вартість акції (її також називають балансовою вартістю) – вартість майна товариства в розрахунку на одну акцію – це частка від розподілу активів акціонерного товариства за мінусом заборгованості на число акцій. Наприклад, в розглянутому прикладі можливий такий варіант розвитку подій. Через 5 років після створення активи акціонерного товариства складають 950 000 грн., а заборгованість – 250 000 грн.; тоді книжкова або балансова вартість акції складе 35 грн. [$(950\,000 - 250\,000) : 20\,000$] при номіналі, нагадаємо, 10 грн.

Багато власників акцій розуміють, що книжкова (балансова) вартість мало що значить у даний час, хоча б тому, що в складі своїх активів акціонерне товариство може мати багато застарілого (морально і фізично) устаткування, будівель і споруджень, розташованих у безперспективних із погляду їхньої ефективної експлуатації районах. Реальне значення має прибутковість акціонерного товариства і перспективи його розвитку, а зовсім не загальна вартість його будівель, споруджень і устаткування. У зв'язку з цим, акції перспективних акціонерних товариств продаються на вторинному ринку по цінах, які у декілька разів перевищують книжкову вартість. Акції ж інших акціонерних товариств, що витрачають величезні кошти на технічне оснащення свого виробництва, продаються по ціні менше книжкової. Наприклад, у США до таких корпорацій відносять компанії залізниць.

Деякі інвестори, які орієнтуються на книжкову вартість, вважають, що саме таку суму вони одержать при ліквідації збанкрутілого акціонерного товариства. Але це даремні надії, оскільки при розпродажі майна акціонерного товариства рідко вдасться одержати його повну вартість.

Отже, який же прибуток від приросту (множення) капіталу може мати власник акції, що купив її по номінальній вартості 10 грн., якщо через 5 років її книжкова (балансова) вартість складе 35 грн.? Відповідь на це питання є в тому випадку, якщо акції акціонерного товариства мають цінність, тобто якщо хтось готовий сплатити за них у той момент, коли власник акцій зібрався їх продавати.

Якщо акціонерне товариство працює успішно, якщо в нього регулярні високі прибутки, якщо частина цих прибутків регулярно виплачується у вигляді дивідендів, а інша частина розумно використовується для розвитку виробництва, то при продажі акції її власник може одержати від 35 грн. і вище. Але якщо ж продукція акціонерного товариства непопулярна і не знаходить збуту, якщо заробітна плата і ціни на сировину занадто високі, якщо управління неефективно, то власник акції навряд чи зможе розраховувати

при її продажі одержати 35 грн. Швидше за усе він одержить набагато менше; а якщо справа дійде до банкрутства акціонерного товариства, то й зовсім нічого, тобто акції знеціняться.

Припустимо, що курсова вартість акцій із розглянутого нами приклада (тобто ціна, що є результатом збалансування попиту і пропозиції) складає 33 грн. Тоді приріст капіталу акціонера складе 23 грн. на одну акцію (33 – 10).

Ще одною привабливою рисою акцій є **право на участь в управлінні акціонерним товариством**, завдяки якому інвестор (акціонер) може бути обраний до складу органів управління товариством (у правління, у спостережну раду, у ревізійну комісію), шляхом голосування на зборах акціонерів відповідно до пакета належних йому акцій у тій або іншій мірі впливати на прийняття рішень по всіх аспектах діяльності товариства, знайомитися з інформацією про результати діяльності товариства.

Право покупки або продажу звичайних акцій на відкритому ринку й у будь-який час (так звана ринковість акцій) реалізується акціонером на вторинному ринку цінних паперів. При цьому акціонери відкритого акціонерного товариства можуть самостійно приймати рішення про відчуження акцій, тобто за своїм розсудом можуть їх продавати, дарувати або заповідати.

Таким чином, володіння звичайними акціями акціонерного товариства перетворює їхнього тримача на акціонера і, отже, на власника частини його майна. Володіючи акцією акціонерного товариства, власник акцій має право на одержання частини прибутку у формі дивіденду, на одержання частини помноженого (прирощеного) капіталу, на участь в управлінні акціонерним товариством. Проте усе, що має власник акцій, не забезпечено ніякими гарантіями, оскільки у випадку банкрутства акціонерного товариства він може загубити усе, що вклав в акції цього акціонерного товариства. Розмір врятованих коштів залежить від того, яке майно залишиться в акціонерного товариства у випадку його банкрутства і які будуть фінансові залишки після платежів по його боргах. Володіючи простими акціями, інвестор може одержати свої гроші назад – усі або тільки частину – тільки після того, як зроблені розрахунки з тримачами інших видів цінних паперів цього акціонерного товариства. Але в черзі по майнових претензіях до акціонерного товариства власник простих акцій стоїть останнім. Коштів які залишилися після банкрутства акціонерного товариства, власникам простих акцій може просто не вистачити. Проте незважаючи на цю негативну сторону звичайних акцій, цей вид цінних паперів в усьому світі користується великою популярністю серед інвесторів.

Привілейовані (преференційні або префакції) акції акціонерних товариств займають проміжне місце між "старшими" паперами – облігаціями і рядовими акціями. Це – гібридний цінний папір, що приносить його власнику фіксований дивіденд аналогічно борговому зобов'язанню, але одночасно він дуже схожий на акцію. Привілейовані акції – це, як правило, *іменні цінні* папери. Як і звичайна, привілейована акція становить інтерес власника в акціонерному товаристві.

Привабливість префакцій для інвесторів обумовлена, насамперед, їхніми властивостями і тими преференціями (привілеями), що вони надають їхнім власникам (рис. 1.12). На рис. 1.12 зазначені загальні властивості префакцій. Чи властиві вони акціям конкретного акціонерного товариства – про це повинно бути зазначено в Статуті товариства.

Кумуляція дивідендів означає, що невиплачені за результатами минулого фінансового року дивіденди накопичуються на спеціальних рахунках – *аріях*. С поліпшенням фінансового положення акціонерного товариства власники префакцій одержать свої накопичені дивіденди, тобто арії будуть виплачені. Арії виплачуються раніше, ніж будуть оголошені дивіденди по звичайним акціям. **Відсотки по аріях не виплачуються.**

По некумулятивним префакціям (non-cumulation) арії не нараховуються. Власники некумулятивних префакцій одержують дивіденди як і власники звичайних акцій і не можуть розраховувати на компенсацію дивідендів у майбутньому по аріях у випадку неоголошення дивідендів. Іншими словами, некумулятивна акція не дозволяє приєднувати невиплачені дивіденди до дивідендів наступних років.

У залежності від участі в розподілі надприбутків префакції бувають такими, що беруть участь (*participating*) і такими, що не беруть участь (*non-participating*).

Привілей, що бере участь, дозволяють його власнику брати участь у розподілі надприбутків акціонерного товариства. У Статуті акціонерного товариства встановлена межа для величини дивідендів по звичайних акціях, понад якої збільшення дивіденду по звичайних акціях підвищує розмір дивіденду по префакціях. Співвідношення між ними встановлює саме акціонерне товариство.

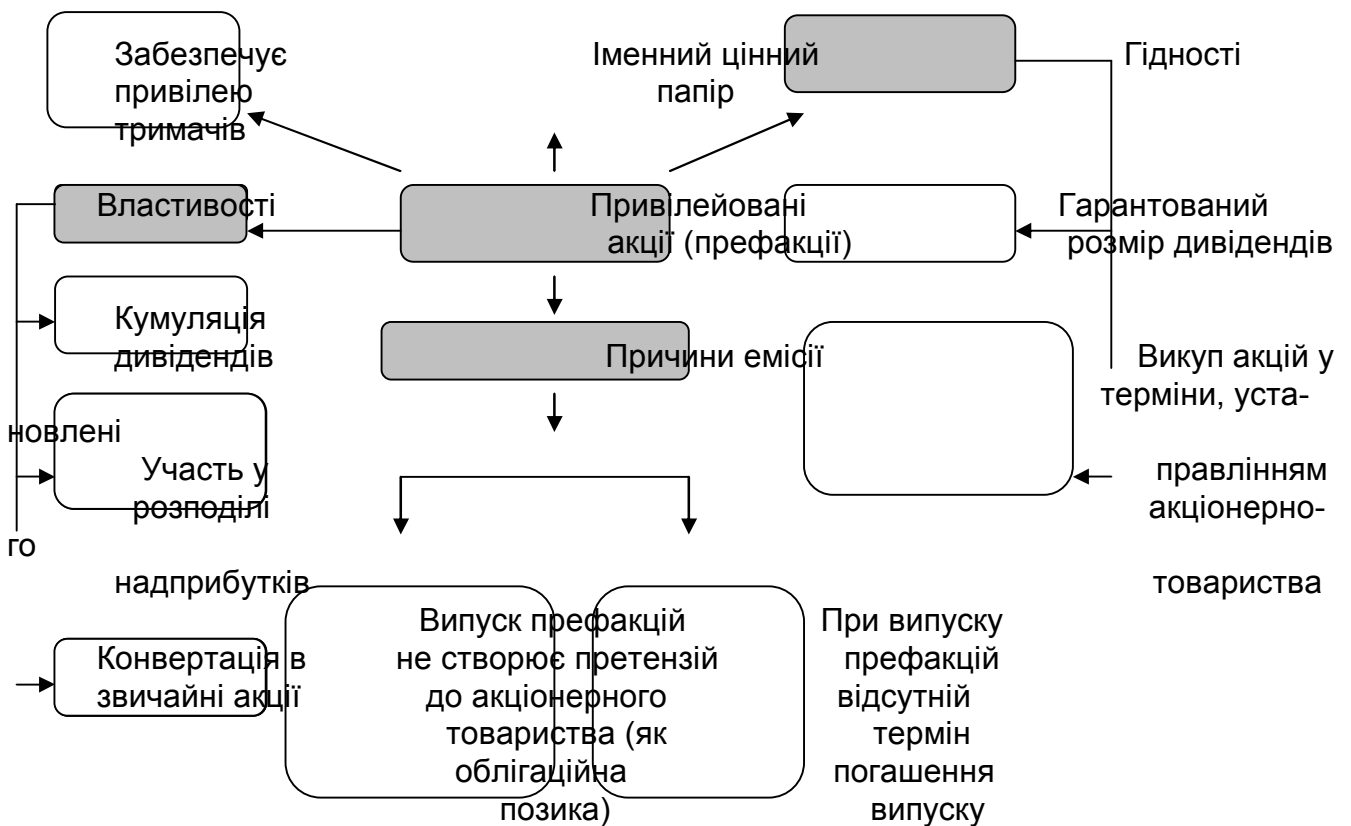


Рис. 1.12. Загальні властивості префакцій

Власник акції, що не бере участь у розподілі надприбутків, ні при яких умовах не має права одержувати дивіденд понад установленого рівня.

Конвертованість префакцій означає, що їх можна обмінювати на інші види (частіше усього, звичайні) акцій того ж акціонерного товариства. Їхньому власнику дається право обміняти префакції на певну кількість звичайних акцій протягом заданого проміжку часу.

Допустимо, акціонерне товариство продає новий випуск конвертованих префакцій у той момент, коли курс його звичайних акцій складає від 17 до 18 грн. на акцію. У цьому випадку в емісійному проспекті вказується, що кожену нову префакцію з номіна-

лом у 100 грн. можна обміняти протягом п'ятьох років у будь-який час на п'ять звичайних акцій корпорації. Зрозуміло, що для власників префакцій такий обмін не вигідний до тих пір, поки курс звичайної акції товариства на ринку не підніметься вище 20 грн.

Ціни конвертованих префакцій пов'язані самим тісним образом з цінами звичайних акцій і через це більш схильні до коливань, чим ціни на інші види привілейованих акцій. Ця їхня властивість має як позитивний, так і негативний характер. Якщо акціонерне товариство має стійке фінансове положення і курс (ціна акцій на вторинному ринку цінних паперів) його звичайних акцій росте, тоді власник конвертованої префакції може вирішити, що ціна звичайних акцій достатньо висока, і пора обміняти префакцію на звичайні акції корпорації. Якщо ж ціна на звичайні акції товариства падає, то і конвертовані префакції так само знижуються в ціні. І те, що повинно було б притягати, обертається зненацька своєю протилежністю. Отже, конвертовані префакції користуються особливою популярністю, коли підвищуються ціни на звичайні акції товариства.

Неконвертовані (non-convertable) префакції не мають можливості змінити свій статус.

Тепер розглянемо преференції (привілеї), які мають власники префакцій.

Перша преференція власника привілейованих акцій складається в тому, що він одержує гарантовані фіксовані дивіденди з чистого прибутку акціонерного товариства. Якщо привілейована акція випущена з номіналом, то дивіденд звичайно обчислюється у виді *фіксованого відсотка до номіналу*. По привілейованих акціях без номіналу (що зустрічається набагато рідше) зазначена *конкретна величина дивіденду в грошовому вираженні на одну акцію*.

Дивіденди виплачуються з чистого прибутку акціонерного товариства поточного або минулого років.

Друга преференція власників префакцій стосується їхньої черговості в процесі задоволення майнових претензій у випадку ліквідації акціонерного товариства: претензії власників префакцій задовольняються після задоволення претензій кредиторів. І це справедливо: власники префакцій не претендують на більше, ніж одержання фіксованих дивідендів. Власники префакцій, на відміну від власників звичайних акцій, не займаються справами акціонерного товариства і *позбавлені права голосу при рішенні яких-небудь питань*, крім тих, що можуть обмежити гарантовані їм права. Але їм дається право брати участь у виборі складу правління акціонерного товариства (у залежності від статуту акціонерного товариства), якщо акціонерне товариство не виплачує дивіденди протягом двох і більш років.

Третя преференція власників привілейованих акцій полягає в тому, що акціонерне товариство може *викуповувати префакції* і на відміну від боргових цінних паперів і самостійно встановлювати терміни викупу. З цього погляду префакції можуть випускатися поворотними і безповоротними.

Поверненість префакцій означає, що акціонерне товариство за своїм розсудом може отозвати їх шляхом викупу. Викуп здійснюється по повній вартості префакцій і припускає виплату тримачу премії (надвишки) у розмірі, як правило, 5 % від повної вартості. Повернення префакцій зручне для акціонерних товариств у деяких випадках, наприклад, якщо в акціонерного товариства з'являється можливість замінити одну серію префакцій іншою – із більш низькою ставкою дивідендів.

Умовою випуску багатьох поворотних префакцій дуже часто являється створення *викупного фонду* акціонерного товариства. За рахунок коштів викупного фонду акціонерне товариство щорічно погашає певну кількість префакцій шляхом купівлі їх на відкритому ринку. При цьому префакції купуються по ціні, заздалегідь обговореній або нижче цієї ціни.

З точки зору інвесторів, викупний фонд – це позитивна риса випуску префакцій. Полягає вона в тому, що якщо ціна акцій упаде до рівня, заздалегідь заявленого або

нижче цього рівня, акціонерне товариство зробить усе можливе, щоб викупити певну кількість префакцій.

Безповоротні префакції не можуть бути погашені доти, поки існує акціонерне товариство, яке їх випустило. Акціонерні товариства не дуже люблять цей вид префакцій, оскільки частина капітальної структури "заморожується" на весь період її існування. У силу цього безповоротність тепер рідко зустрічається серед умов випуску префакцій.

Також як і облігації, і звичайні, і привілейовані акції дуже різноманітні по своїх видах, що обумовлено бажанням емітенту залучити до їхнього придбання якнайбільше клієнтів.

Клас векселів достатньо різноманітний; вони різняться по емітентах, по угодах, які вони обслуговують, по суб'єктах оплати.

По ознаці емітента розрізняють казначейські і приватні векселя.

Казначейський вексель – це короткострокове боргове зобов'язання, що випускається урядом країни звичайно за посередництвом центрального банку країни (в Україні – НБУ) із терміном погашення, як правило, від 90 до 180 днів. *Казначейський вексель* випускається державою для покриття своїх витрат. *Приватні векселя* емітуються корпораціями, фінансовими групами, комерційними банками. Терміновість таких векселів – від декількох тижнів до декількох місяців. Спеціального майнового або фінансового забезпечення ці папери не мають, і заставою їхньої надійності виступає тільки рейтинг векселедавця, стійкість його фінансового положення й авторитет на ринку цінних паперів.

Банківський вексель може випускатися банком або об'єднанням банків (емісійний синдикат). Прибуток власника векселя визначається різницею між ціною погашення векселя (номінальна) і емісійною (дисконтною) ціною, що менше номіналу. *Переваги банківського векселя* полягають у тому, що він, представляючи собою спосіб платежу, являється способом вигідного помешкання капіталу і має багатократну обертальність. Банківський вексель випускається *серіями*, кожна з яких розміщується протягом 2 тижнів по фіксованій ціні продажу. Після закінчення 14 днів починається реалізація іншої серії векселів по новій ціні. Термін позики за векселем 16 тижнів. Вексель, по якому наступив термін платежу, може бути пред'явлений до оплати протягом року.

Банківський вексель може бути використаний векселетримачем як спосіб платежу при розрахунках з іншими підприємствами, а також проданий на вторинному ринку цінних паперів іншому інвестору. В обох випадках на зворотному боці векселя передбачений передатний напис (індосамент).

Вексельне законодавство носить *прецептивний*, тобто повчальний характер. На відміну від цивільного законодавства, тут заборонено усе, що не дозволено. Веління вексельного законодавства не можуть бути змінені, виведені або заборонені іншими законодавчими актами.

На світовому ринку клас векселів набагато більш різноманітний.

Сертифікати банків утворюють особливий клас цінних паперів. *Сертифікат* – це письмове свідоцтво емітента про внесок на його ім'я коштів, що засвідчують право власника паперу або його правонаступника на одержання після закінчення встановленого терміну суми депозиту або внеску і відсотків по ньому. **Емітентом сертифіката може бути тільки банк.** Іншими словами, сертифікат – це різновид термінових банківських вкладів, але на відміну від інших внесків власнику видається сертифікат, що виконує роль боргової розписки банку.

Вкладник коштів або його правонаступник іменується *бенефіціаром*.

На відміну від облігацій, термін позики по яких досягає 30 років, сертифікат – це *короткострокове зобов'язання*. Ця важлива достоїнність сертифікатів забезпечує в умовах інфляції високу привабливість для інвесторів, що не бажать при постійному зростанні цін "заморожувати" свої кошти в неліквідних цінних паперах на тривалий тер-

мін. Короткостроковість, здатність бути реалізованим, високий рівень дохідності, порівняний із темпами інфляції, дозволяють бенефіціару якщо не приростити капітал, то хоча б зберегти його на старому рівні. Банки практикують випуск і довгострокових сертифікатів під змінну процентну ставку, що прив'язана до ставок по казначейських векселях, по короткостроковому міжбанківському кредиту або по позичках першокласним позичальникам.

Сертифікати банків можуть бути ощадними і депозитними.

В світовій практиці вважається, що *депозитний сертифікат* – це зобов'язання банку по виплаті розміщених у нього депозитів, а *ощадний сертифікат* – це зобов'язання банку по виплаті розміщених у нього ощадних вкладів.

Бенефіціаром депозитного сертифікату можуть виступати тільки юридичні особи, зареєстровані на території України. Форма розрахунків по купівлі-продажу депозитних сертифікатів, а також по виплатах по цих документах - *тільки безготівкова.*

Відповідно до статей 18-20 Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” ***ощадний сертифікат*** – це письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і процентів по ньому.

Ощадні сертифікати видаються строкові (під певний договірний процент на визначений строк) або до запитання, іменні та на пред'явника.

Іменні ощадні сертифікати обігу не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам є недійсним. Бланк сертифікату містить дату випуску, суму депозиту, строк вилучення вкладу (для строкового сертифіката), найменування або ім'я держателя сертифіката (для іменного сертифіката); підпис керівника банку або іншої уповноваженої на це особи, печатку банку.

Підприємства і громадяни придбають сертифікати за рахунок коштів, передбачених статтею 12 Закону України “Про цінні папери та фондову біржу”: громадянами – лише за рахунок їх особистих коштів, підприємствами – за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків та процентів за банківський кредит.

Доход по ощадних сертифікатах виплачується при пред'явленні 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 понижений процент, рівень якого визначається на договірних умовах при внесенні депозиту.

Коли виникає потреба в готівці, власники сертифікатів можуть їх продати на вторинному ринку. Ціна сертифікату при продажі на вторинному ринку визначається з урахуванням ємності вторинного ринку, терміну погашення і поточної процентної ставки по інструментах того ж класу. На останній показник варто звертати особливу увагу: хоча ризик несплати по сертифікату (банкрутство банку-емітенту) звичайно незначний, процентні ризики залишаються.

Сертифікат може неодноразово змінювати власника. Можливість вільного продажу робить сертифікати не тільки дохідними, але і високоліквідними інструментами грошового ринку.

Банк-емітент здійснює реєстрацію випущених сертифікатів шляхом записів у спеціальних корінцях або реєстраційних журналах. Корінець відокремлюється від сертифіката і зберігається в банку.

Таким чином, цінні папери, які в Україні виступають об'єктами фінансового інвестування, відносяться до цінних паперів першого порядку; кількість їхніх видів порівняно невелика і широкого поширення серед інвесторів (як фізичних, так і юридичних осіб) вони поки ще не одержали.

2.2 Ціна капіталу на фондовому ринку

Інвестування у фінансові активи виступає за своєю сутністю як продаж грошей, коштів інвестора, замість яких він отримує відповідні цінні папери. Якщо гроші на фінансовому ринку, складниками якого є фондовий ринок, ринок грошей і ринок позичкового капіталу (ринки кредитних ресурсів), виступають як товар, то виникає питання: що є ціною грошей?

Ціною грошей на фондовому ринку є прибутковість на вкладені кошти.

Так, якщо фінансові ресурси інвестовані в акції акціонерних товариств, то ціною вкладених коштів виступають дивіденди на акції. Якщо фінансові ресурси інвестовані в облігації, то ціною вкладених коштів є ставка по облігаціях. Ціною фінансових інвестицій у статутний фонд іншого підприємства буде частина прибутку, що відповідно до частки у статутному фонді належить інвестору.

Власник інвестиційного капіталу тільки тоді буде вкладати його у фінансові інвестиції, коли ризик вкладення буде виправданий відповідним рівнем прибутковості на вкладений капітал. А ризик вкладення, наприклад, у цінні папери дуже високий, особливо, коли мова йде про акції. Ризикованість вкладень в акції наочно видна по різкому падінню біржових індексів, що характеризують загальну динаміку цін на акції, на фондових ринках США, Європи, південно-східної Азії і Росії в зв'язку з подіями 2001-2002 років: вибухом торгового центру в Нью-Йорку, викриттям підтасувань у звітності найбільших телекомунікаційних компаній у США.

Ризик і прибутковість по цінних паперах мають однакові вектори руху: чим вище прибутковість, тим нижче ризик і навпаки. Ризик – категорія імовірнісна. Його можна виміряти як можливість певного рівня втрат. Тому інвестори, що орієнтуються на високу ціну вкладення інвестиційного капіталу в акції – на їх прибутковість – повинні бути готові до високого ризику вкладення, що може бути допустимим, критичним і катастрофічним.

При допустимому ризику інвестор повинний бути готовий до того, що прибутковість на вкладений капітал виявиться нижче, чим та, на яку він розраховував. **При критичному ризику** можлива втрата прибутковості на вкладений капітал. **При катастрофічному ризику** мова йде про втрату самого інвестиційного капіталу. Такі види ризику застосовні не тільки для фінансових, але і для усіх видів інвестицій.

Інвестори по-різному оцінюють очікувані грошові надходження (прибуток) від цінних паперів, але завжди відправною точкою очікуваної прибутковості є депозитна ставка банку, оскільки банки розглядаються як достатньо надійні організації і збереження в них коштів менше ризиковано, чим інвестування їх у фінансові об'єкти, особливо в цінні папери. Отже, ціна інвестиційного капіталу з позиції інвестора повинна бути вище депозитної ставки банку. Різниця між ціною капіталу і депозитною ставкою банку містить у собі плату за ризик, стягнуту інвестором, і компенсацію інфляційної складової. Якщо розмір компенсації інфляційної складової однаковий для всіх інвесторів, то розмір плати за ризик при інвестуванні в цінні папери кожний інвестор визначає самостійно. Звідси у різних інвесторів формуються різні вимоги до ціни продаваного ними інвестиційного капіталу, звідси і різноманіття прибутковості цінних паперів, звідси і саме існування ринку цінних паперів, на якому один інвестор набуває того або іншого виду цінних паперів, від покупки яких утримується інший інвестор. А на ділі перший інвестор продає належний йому інвестиційний капітал (або капітал, яким він має право розпоряджатися протягом визначеного проміжку часу), а другий інвестор утримується від продажу і шукає покупця, що пропонує більш високу ціну.

Ціна інвестицій на фондовому ринку, де обертаються цінні папери, залежить від його стану, кон'юнктури, від рівня його розвиненості, від ділової активності його учасників.

Учасниками фондового ринку в Україні є:

емітенти цінних паперів;
інвестори;
посередники;
держава.

Посередниками на фондовому ринку можуть бути:

підприємства, які спеціалізуються на роботі з цінними паперами, що здійснюють посередницьку діяльність по випуску та обертанню цінних паперів, виконуючи операції на фондовому ринку з доручення і за рахунок своїх клієнтів (комісійна або брокерська діяльність), за свій рахунок (комерційна або дилерська діяльність), із доручення емітента в процесі початкового розміщення цінних паперів і надаючи інші послуги по цінних паперах (інвестиційне консультування, управління портфелями цінних паперів, довірчі операції з цінними паперами, реєстраційні функції і т.ін.). Ці підприємства зобов'язані мати власний капітал, адекватний обсягу їхніх операцій на фондовому ринку;

банківські установи, що разом з іншими фінансово-кредитними функціями можуть здійснювати посередницьку діяльність по випуску й обертанню цінних паперів, виконуючи операції на фондовому ринку за свій рахунок, із доручення і за свій рахунок клієнтів, здійснюючи реєстраційні функції, довірчі операції з цінними паперами і надаючи позики, пов'язані з цінними паперами. Повинні бути розширені можливості банків по інвестуванню в цінні папери з одночасним забезпеченням захисту вкладників банків через економічні нормативи, установлені для комерційних банків;

інвестиційні компанії, що сполучають функції фінансового посередника на ринку цінних паперів і інституціонального інвестора, тобто інвестора, для якого інвестування в цінні папери є основним джерелом прибутку і невід'ємною частиною діяльності. Взаємні фонди інвестиційної компанії акумулюють кошти інвесторів для спільного інвестування в цінні папери, діючи за свій рахунок і в інтересах осіб, що одержують їхні цінні папери. Інвестиційні компанії виступають для інших інституціональних інвесторів інвестиційними менеджерами і консультантами, формують їхні активи в цінні папери, організовують нарахування й оплату прибутків по цінних паперах.

Для здійснення своєї діяльності посередники можуть об'єднуватися в добровільні об'єднання, у тому числі фондові біржі. Посередники фондового ринку здійснюють операції як на біржовому, так і на позабіржовому ринку цінних паперів.

Державне регулювання ринку цінних паперів в Україні здійснює Державна комісія з цінних паперів і фондовому ринку. З метою координації діяльності державних органів із питань функціонування ринку цінних паперів створюється Координаційна рада, до складу якої входять керівники державних органів, що здійснюють у межах своєї компетенції контроль і інші функції керування по фондовому ринку й інвестиційної діяльності.

Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку України є державним органом, підпорядковується Президенту України і підзвітна Верховній Раді України; голова і члени комісії призначаються і звільняються від посади Президентом України за узгодженням із Верховною Радою України. Термін повноважень голови і членів комісії – сім років. У структуру Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку входять центральний апарат комісії і територіальні органи.

Фондовий ринок складається із двох ринків – первинного та вторинного.

Первинним ринком цінних паперів є економічний простір, який цінний папір проходить від її емітенту до першого покупця. Економічним цей простір називається не тільки тому, що на ньому діють емітент і інвестор, але і тому, що воно внаслідок поділу праці раціонально організовано (тобто на ньому функціонують спеціалізовані брокерські і дилерські фірми), виконує певну економічну задачу. Тільки в рамках цього простору емітент може одержати необхідний йому капітал.

Саме на первинному ринку цінних паперів здійснюється зустріч емітента, якому потрібні кошти, та інвестора, який має кошти та намагається їх вкласти у фінансові

об'єкти. Емітент цінних паперів або самостійно, або за участю посередників пропонує цінні папери інвестору. Чим вище рівень розвиненості фондового ринку, тим рідше емітент самостійно здійснює розміщення своїх цінних паперів і доручає цю процедуру посередникам фондового ринку. На первинному ринку цінних паперів здійснюється створення капіталів внаслідок обміну коштів інвестора на цінні папери емітента. Подальше прямування цінного паперу від першого покупця до n-го покупця не може бути джерелом прибутку для емітенту і у більшості випадків здійснюється без його участі.

Первинний ринок цінних паперів завжди залишається достатньо невизначеним і примхливим. Акції й інші цінні папери можуть поширюватися не так активно, як хотілося б емітенту. Можуть виникати сумніви в ефективній діяльності підприємства-емітента, курси їхніх акцій будуть у цьому випадку знижуватися. Первинний ринок цінних паперів, при всієї його організованості, завжди зберігає потенційну погрозу втрати рівноваги і стабільності.

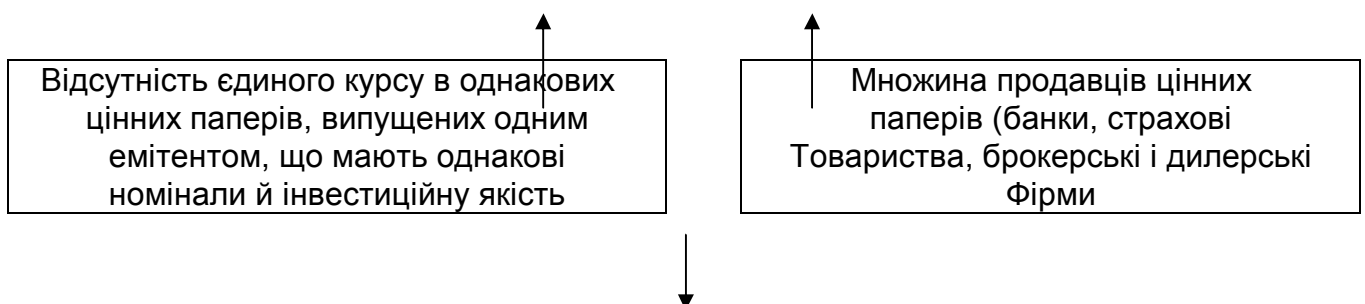
Отже, цінні папери пройшли первинне розміщення, у результаті якого емітент одержав капітал необхідного розміру, а інвестори – відповідні цінні папери (акції або облігації). Але як тільки інвестор захоче повернути свої гроші, тобто продати приналежні йому цінні папери, то настає нова стадія життєвого циклу цінних паперів – їхнє *повторне обертання*, що здійснюється на вторинному ринку цінних паперів.

Вторинний ринок цінних паперів – це сфера їх обороту, куди вони потрапляють після того, як їх продасть перший власник, що набув їх в емітента (безпосередньо або через посередника). Цей ринок може бути організованим (фондова біржа) або неорганізованим (позабіржовий оборот, який в зарубіжній практиці і літературі ще називають "вуличним" ринком).

У більшості країн основна маса (приблизно 85%) цінних паперів обертається на позабіржовому ринку, а на біржовому їх невеличка частина (15%). Не є винятком у цьому питанні і Україна, де превалює позабіржова фондова торгова система (ПФТС). Проте саме біржовий ринок, де зосереджені найбільше якісні, а тому найважливіші цінні папери, визначає кон'юнктуру і процес розвитку фондового ринку.

Позабіржовий (неорганізований) ринок – історично перший ринок цінних паперів, що сформувався. Його виникнення ставиться до початку 18 сторіччя. Першими видами цінних паперів, що продавалися на цьому ринку, були векселя, коносаменти, облігації й акції. *Позабіржовий ринок характеризується такими особливостями* (рис. 1.13).

В позабіржовому обороті торгують цінними паперами, не зареєстрованими на фондовій біржі. Цей ринок, на відміну від фондової біржі, не локалізований у якомусь конкретному місці. Інтереси покупця зустрічаються з інтересами продавця не в операційному залі фондової біржі, а за допомогою потужної розгалуженої мережі комунікацій (починаючи зі звичайного телефону і закінчуючи замкнутими комп'ютерними мережами), що зв'язує між собою тисячі фірм, які здійснюють операції по купівлі-продажу цінних паперів. Назва "позабіржовий ринок (оборот)" аж ніяк не означає, що всі ці фірми діють усупереч законодавству (хоча випадки порушення зустрічаються); воно означає, що ці фірми здійснюють операції з цінними паперами поза, за межами фондової біржі.



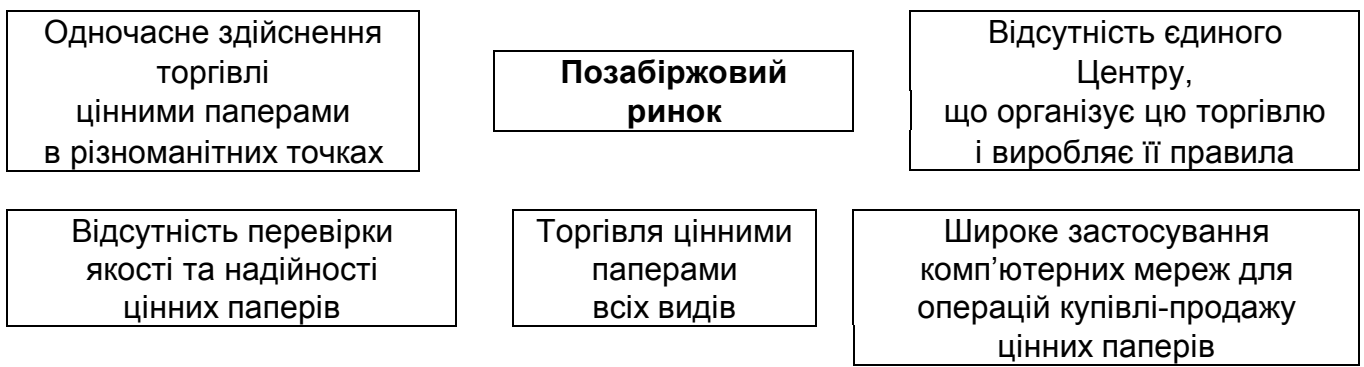


Рис. 1.13. Особливості позабіржового ринку цінних паперів.

Якщо на фондовій біржі можна купити або продати тільки зареєстровані на ній цінні папери, то в позабіржовому обороті можна як купити, так і продати усі види цінних паперів – як незареєстровані цінні папери, так і цінні папери, що регулярно котируються на будь-якій із фондових бірж.

Дати точне ємне визначення позабіржовому обороту достатньо складно, оскільки угоди, що укладаються в ньому, дуже різноманітні і мають між собою дуже мало загального. Позабіржовий ринок надає будь-які види послуг кожному: добропорядному консервативному інвестору і шаленому спекулянту, власнику мільйонів і тому, хто інвестує в цінні папери зкономлену незначну суму.

На відміну від фондової біржі ціна при укладенні угоди в позабіржовому обороті визначається не аукціонним способом, а *шляхом переговорів між ділерами по цінних паперах і далі* – шляхом переговорів кожного з ділерів із клієнтами. Якщо на фондовій біржі брокер, виконуючи розпорядження клієнта по покупці або продажу цінних паперів, виступає як посередник і одержує за це комісійну винагороду, то на позабіржовому ринку ділери по цінних паперах укладають по суті справи угоду зі своїм клієнтом. Ділер одержує прибуток у виді *дилерської націнки* – різниці між сумою, що ділер заплатив другому за акції, і тієї, що він узяв із клієнта (якщо цінні папери купуються) і навпаки (якщо вони продаються). Така торгівля цінними паперами одержала ще назву "*нетто-торгівля*" або "*торгівля по нетто-цінах*". Подібна форма організації торгівлі цінними паперами створює певні труднощі.

Розрив між ціною ділера (внутрішньою ціною) і ціною інвестора (роздрібною ціною) залежить від популярності цінних паперів на ринку або попиту на них. Причому, залежність ця носить обернений характер.

Хоча велика частина позабіржових угод полягає на основі нетто-цін, існує можливість купити або продати позабіржові цінні папери на посередницькій основі. Звичайно посередницькими операціями в позабіржовому обороті займаються значні фірми по операціях із цінними паперами.

Фондові біржі, ціль існування яких полягає в тому, щоб зробити випущені цінні папери максимально життєздатними, існують у даний час практично в кожній країні. Їхня необхідність пов'язана з тим, що вони сприяють накопиченню капіталу, його розподілу і перерозподілу, а також контролю за інвестиціями й інфляцією. Ефективність фондових бірж загальноновизнана, а тому росте їхнє число й обороти. Усього у світі нараховується біля 200 фондових бірж, об'єднаних у Міжнародну Федерацію фондових бірж (МФФБ). Найбільшими з них є біржі в Нью-Йорку, Токіо і Лондоні.

З усіх бірж "патріархами" є Лондонська, Амстердамська й Антверпенська фондові біржі, створені в ХУ1-ХУП сторіччях. Перша фондова біржа виникнула в Нью-Йорку в 1792 році, коли 24 фінансиста і купця з Уолл-Стрита підписали угоду про те, що будуть торгувати цінними паперами тільки один з одним і установили фіксовані курси паперів і

комісійні ставки. Надалі фондові біржі були створені в багатьох фінансових центрах США, країн Європи, Азії, Австралії й інших регіонах.

У Росії торгівля цінними паперами (насамперед коносаментами) почалася на початку 18 сторіччя. Петро I у Санкт-Петербурзі на Заячому острові заснував Торгові ряди, де вперше і почалася ця торгівля (товарна і фондова біржі були об'єднані). У 1811 р. на Василівському острові архітектор Тому де Томон побудував будинок Фондової біржі. У 1875 р. свій будинок одержала Московська фондова біржа. У ХХ сторіччі на біржах Росії котирувалися багато видів цінних паперів, у тому числі акції, облігації, іпотечні папери, заставні листи і т.ін. У 1917 р. фондові біржі Росії були закриті. В роки НЕПа вони були відкриті знову; існували денні і вечірні (так називані “американки”) фондові біржі. Більшість фондових бірж, членами яких були тільки юридичні особи, існували у формі відділів при товарних біржах. У березні 1927 р. функціонували 14 бірж у головних містах країни. На початку 1930 р. усі вони були ліквідовані як “несоціалістичні” заснування.

Фондова біржа – це недержавна, самокерована структура, що об'єднує її членів – брокерів, які за завданням своїх клієнтів або по власному розумінню продають і купують цінні папери, головним чином, акції. Фондова біржа, як юридична особа, **нічого не продає, нічого не купує і не має ніякого відношення до призначення цін на акції.**

Фондова біржа – це, як правило, некомерційна структура, тобто вона **безприбуткова** і тому звільнена від сплати податку з прибутку. Безприбутковість біржі означає, що вона, як юридична особа, не дістає прибуток; її робота забезпечує організацію діяльності членів біржі, кожний із яких дістає прибуток у результаті угод від свого імені і за свій рахунок або прибуток у виді комісійних при вчиненні угод за наказом клієнта. Для покриття витрат по організації біржової торгівлі біржа стягує з учасників цієї торгівлі ряд податків і платежів: біржовий внесок членів біржі; плата корпорацій, чиї акції котируються на біржі; податок на угоду, зроблену в торговому залі (біржове мито, оплачуване клієнтом брокерської фірми, за наказом якого була зроблена угода) і ряд інших.

Фондова біржа являє собою науково, інформаційно і технічно організований ринок цінних паперів, що працює на основі певних принципів. Ці принципи полягають у такому (рис. 1.14).



Рис. 1.14. Принципи роботи фондової біржі

На фондовій біржі власники цінних паперів діють через члени біржі, що виступають як посередники угоди купівлі-продажу цінних паперів.

У кожній країні з розвитком ринковою економікою існує своя історично сформована система бірж. По тій ролі, що грають окремі біржі в національних біржових системах, можна виділити групи країн із моно- і поліцентричними системами фондових бірж.

У країнах **із моноцентричною біржовою системою** (США, Італія, Франція, Японія) домінує одна біржа, що розташована в головному фінансовому центрі країни. Інші біржі являють собою організовані фондові ринки місцевого значення. Приміром, на

Миланській і Парижській фондових біржах зосереджене біля 95% національних оборотів цінних паперів, на Нью-Йоркській фондовій біржі продається біля 84% акцій американського організованого ринку. Питома вага Токійської фондової біржі в обсязі біржової торгівлі Японії складає більш 80%.

З 1973 року систему організованих ринків Великобританії також можна вважати моноцентричною, тому що провінційні фондові біржі стали фактично операційними філіями Лондонської фондової біржі.

Поліцентричні системи організованих вторинних ринків цінних паперів функціонують у Німеччині, Австрії, Канаді, Швейцарії. Поевний розвиток німецького організованого ринку цінних паперів носив децентралізований характер, у результаті чого в даний час у Німеччині працюють 8 фондових бірж. Частка головної фондової біржі країни – у Франкфурте-на-Майні – складає до 40% усього біржового обороту цінних паперів, частка Дюссельдорфської біржі – 20%. У перспективі очікується злиття усіх фондових бірж Німеччини.

Україна на сучасному етапі, на відміну від Росії, тяжіє до *моноцентричного* устрою організованого ринку цінних паперів. В даний час створена Українська фондова біржа з регіональними відділеннями в містах обласного підпорядкування.

Членство у фондових біржах привабливо для учасників ринку цінних паперів не тільки прибутковим вкладенням капіталу, але і можливістю створення насиченого інформаційного простору, що відбиває реальну кон'юнктуру ринку, а також деякими привілеями (пріоритетами), що вони одержують у процесі торгівлі. До числа таких привілеїв ставляться, наприклад, переважне право на покупку тих цінних паперів, кількість яких обмежено; право самостійно укласти угоди по купівлі-продажу цінних паперів.

У будь-якій економічно розвинутій країні існують сотня тисяч різних акціонерних товариств. Але акції далеко не усіх з них продаються, іншими словами, *обертаються, котируються*, на фондових біржах. Мова йде тільки про акції лише тому, що 99% всіх облігацій обертаються в "вуличній торгівлі". Обертання акцій обмеженого числа акціонерних товариств на фондовій біржі відбувається тому, що, акції далеко не всіх акціонерних товариств відповідають "арифметичним стандартам" фондової біржі. У світовій практиці існують такі види "арифметичних стандартів": чисельність акціонерів; кількість акцій, що належать акціонерам; сукупна ринкова ціна акцій, що не належать товариству; щорічний прибуток товариства (до сплати податків за останній рік). В Україні "арифметичні стандарти", як пропускання на фондову біржу, не використовуються через недостатньо розвинутий вторинний ринок цінних паперів.

Для того, щоб акції корпорації могли котируватися на біржі, акціонерне товариство повинно бути внесено в списки біржі (внесення акцій товариства в списки біржі називають листінгом). Призначення листінга полягає в створенні системи захисту інтересів власників акцій, що мають ходіння на біржі. Фондові біржі, володіючи великими правами, самі встановлюють мінімальні розміри капіталу і стандарти "поводження" для акціонерних товариств (і їхніх співробітників), що бажають включити свої акції до біржового списку, розробляють процедури листінга, торгівлі знову випущеними акціями, стежать за звітністю компаній, що пройшли листінг.

Виняток акціонерного товариства з реєстру фондової біржі називається *делістингом* і підставою для нього є не тільки невідповідність показників товариства "арифметичним стандартам". Біржа може в будь-який час припинити або призупинити продаж цінних паперів, якщо вважає подальші операції з ними недоцільними, хоча вони і відповідають усім реєстраційним стандартам. Делістинг може провадитися у випадках знецінення акцій, банкрутства, зменшення капіталу акціонерного товариства, зміни умов котування, відставки керівництва товариства-емітента й у силу інших причин.

Репутація біржі залежить від "якості" товару, яким на них торгують. От чому біржа причепливо відбирають акціонерні товариства, що бажають котирувати свої акції (ко-

тування акцій на біржі – не плутати з котуванням курсів акцій! – означає їхнє обертання на біржі, тобто продаж і купівлю акції на біржі). Біржа може навіть відмовити акціонерному товариству, що задовольняє всім кількісним критеріям, якщо його ділова репутація “підмочена”.

2.3. Інвестиційний цикл, інвестиційний процес та інвестиційна діяльність

Інвестиції виступають як джерело розвитку підприємства, які сприяють їхньому переходові з одного стану в якісно новий стан.

Інвестиції варто розглядати як процеси вкладення капіталу й одержання результату вкладень, що є, у свою чергу, результатом експлуатації капіталу. Ці процеси нерозривні, взаємозалежні і взаємообумовлені. Взаємозв'язок і взаємозумовленість процесів вкладення капіталу й одержання капітальних або інвестиційних благ є передумовою виникнення такого поняття як інвестиційний цикл.

Інвестиційний цикл або період розглядається як один оборот інвестицій, тобто як рух вартості капіталу, авансованого в матеріальні й інші цінності, від моменту накопичення інвестиційних коштів, їхньої акумуляції і до моменту одержання інвестиційних благ і реального відшкодування інвестицій. Важливо відзначити, що поняття інвестиційного циклу значно ширше поняття циклу капіталовкладень, що завершується запровадженням в експлуатацію створених основних виробничих фондів. Інвестиційний цикл – це весь проміжок часу, протягом якого інвестиції впливають на виробничий процес, включаючи їхню експлуатацію і, при необхідності, ліквідацію.

У процесі інвестування капітал здійснює оборот. Спираючись на приведену на рис. 1.6 схему обороту капіталу, можна виділити такі стадії обороту капіталу: доінвестиційна, інвестиційна й експлуатаційна. На доінвестиційній фазі здійснюється вибір варіантів найбільше доцільного вкладення капіталу або вибір цінностей. Інвестиційна стадія припускає вкладення капіталу або витрати інвестора. На експлуатаційній стадії здійснюється експлуатація капіталу, що припускає одержання прибутку або ефекту від цієї експлуатації. Перша і друга стадії інвестиційного циклу здійснюються в рамках процесу вкладення капіталу, тоді як третя стадія розглядається як практичне втілення процесу одержання результату вкладень – інвестиційних благ.

Інвестиційні блага розглядаються з двох позицій. Перша позиція дозволяє як інвестиційні блага розглядати одержання у власність, розпорядження або використання речовинних об'єктів інвестування, наприклад, технологічні комплекси, підприємства, продукція і т.ін. З точки зору іншої позиції інвестиційним благом можна вважати позитивні результати експлуатації отриманих речовинних об'єктів інвестування, тобто одержання прибутку на вкладений капітал. Саме на останньому етапі реалізується кінцева ціль інвестування – одержання прибутку. Після цього етапу закінчується інвестиційний цикл, тобто завершується один оборот інвестицій. Надалі можливо або повторення інвестиційного циклу, у тому числі і з використанням відшкодування капіталу, або використання його результату – прибутку – на споживання.

Якщо інвестиційний цикл повторюється протягом певного періоду часу, то в цьому випадку виникає необхідність використання такого поняття як інвестиційний процес.

Інвестиційний процес. Стосовно до діяльності підприємств інвестиційний процес розглядається як сукупність інвестиційних циклів, що протікають безупинно паралельно або послідовно, здійснюваних свідомо, із метою як простого, так і розширеного відтворення капіталу підприємства, з урахуванням стану мікро- і макрооточення його діяльності.

Ціль інвестиційного процесу полягає в нарощуванні економічного потенціалу підприємства. Реалізація інвестиційного процесу як сукупності інвестиційних циклів, що протікають одночасно, дозволяє змінити стан підприємства шляхом цілеспрямованого перекладу з деякого існуючого стану в бажаний, що описується за допомо-

гою показників, які відбивають цілі інвестування. Зміна стану підприємства передбачає спільні зміни цілого ряду його параметрів, таких, наприклад, як вартість капіталу, рівень зносу матеріальних активів підприємства, рівень якості продукції, що випускається, обсяг продажів, прибуток і т.ін. При цьому необхідно розрізняти причинні і слідчі параметри. Так, наприклад, якщо внаслідок зниження рівня зносу матеріальних активів підприємства вдається підвищити рівень якості продукції, що випускається, то перший параметр є причинним, а другий - слідчим.

Рух стану підприємства з початкового в кінцевий можливий по декількох траєкторіях, що утворюють область припустимих інвестиційних рішень. Вибір конкретного шляху зміни стану підприємства визначається початковими умовами, обмеженнями, що накладаються зовнішнім середовищем і вимогами системи управління підприємством.

В умовах ринкових відносин інвестиційний процес повинний розглядатися як імовірнісна (стохастична) система, що при тих самих початкових умовах може переходити в різноманітні стани, що мають різні можливості. До числа основних характеристик інвестиційного процесу підприємств варто віднести безперервність стадій сукупності інвестиційних циклів, що протікають одночасно та орієнтацію не тільки на просте, але і на розширене відтворення капіталу.

Економічні показники інвестиційного процесу. Інвестиційний процес має безліч кількісних і якісних характеристик. Характеристику інвестиційного процесу можна дати за допомогою системи економічних показників. Вся сукупність показників, що характеризують інвестиційний процес, ділиться на три групи: вихідні, проміжні і результативні. Перша група показників – **вихідні** – дозволяє дати загальну характеристику інвестиційного процесу, що дає уявлення про його масштаб, тривалість і потенційне значення для підприємства. **До вихідних показників інвестиційного процесу відносять:**

кількість інвестиційних проектів, реалізованих на підприємстві, і їхню структуру, що може бути побудована по різних ознаках (по термінах реалізації, по цілях проекту, по стану проектів – готується до реалізації, реалізується, закінчена реалізація і т.ін.);

очікувані (розрахункові) результати інвестиційного процесу (ріст обсягу виробництва продукції і обсягу продажів, освоєння нової продукції, нової технології, нових матеріалів, нової техніки, зниження витрат на виробництво, ріст продуктивності праці і т.ін.);

інвестиційні витрати (вартість інвестиційних проектів);

збалансованість інвестиційних витрат і інвестиційних ресурсів.

Відмінною рисою вихідних показників є приблизність їхнього розрахунку, укрупнений розрахунок.

Найбільше значення серед вихідних показників має показник інвестиційних витрат, який може бути основним обмеженням масштабу інвестиційного процесу. Інвестиційні витрати являють собою суму постійного капіталу, необхідного для нового будівництва об'єктів, оснащення підприємства новим обладнанням, приросту оборотного капіталу, що забезпечує підприємство новими матеріалами або збільшення кількості вже використовуваних матеріалів.

Структура інвестиційних витрат має такий вид:

основні капіталовкладення – витрати на проведення будівництва будинків і споруджень, на придбання устаткування;

прямі пов'язані витрати – транспортування (устаткування, матеріалів), монтаж устаткування і пуско-налагоджувальні роботи;

додаткові вкладення (капітальні витрати на підготування виробництва) – витрати на попередні дослідження, конструкторсько-технологічні і проектні роботи, на підготування персоналу, на спробний випуск продукції;

супутні витрати, необхідні для створення запасів сировини, матеріалів і комплектуючих.

Проміжні показники призначені для характеристики розвитку інвестиційного процесу і зміни його основних характеристик із часом. **До числа проміжних показників відносяться** такі: динаміка обсягів вкладених коштів, час підготування й освоєння виробництва, динаміка результатів інвестиційного процесу (динаміка обсягу продажів, прибутку).

Від групи вихідних показників проміжні відрізняються яскраво вираженою залежністю їх значення від якості управління інвестиційним процесом і рівня організації інвестиційного процесу. Так, наприклад, погано складені графіки капіталовкладень, неякісно підготовлені контракти, затримки в будівництві або постачаннях устаткування неминуче призводять до росту інвестиційних витрат і розтягуванню інвестиційної фази.

Результативні показники характеризують результати інвестиційного процесу. Оскільки інвестиційний процес спрямований на нарощування економічного потенціалу підприємства, то його результатами є зміни в економічному потенціалі підприємства. До результативних показників інвестиційного процесу відносять приріст основного й оборотного капіталу підприємства, зниження рівня зносу основних засобів, ріст обсягу продажів, прибутку, вихід на ринок із новою продукцією, підвищення якості або поліпшення дизайну продукції, яка вже випускається. Крім показників, що характеризують зміну економічного потенціалу підприємства, до числа результативних показників інвестиційного процесу відносять так звані показники результативності самого інвестиційного процесу: термін окупності інвестицій, прибуток від інвестицій, рентабельність інвестицій. **Більшість інвестиційних процесів повинні враховуватися важливий фактор – час.** Сутність його впливу можна звести до наступного.

1. Характеристики інвестиційного процесу (наприклад, обсяги інвестицій, терміни впровадження інвестиційних проектів і програм, прибутковість на капітал, що інвестується, і т.п.) схильні впливу невизначеності стану зовнішнього середовища, що визначає ризик процесу. При цьому, чим далі в часу відстоять друг від друга момент авансування капіталу і момент одержання інвестиційних благ, тим більш значним є вплив невизначеності на одержання цих самих інвестиційних благ.

2. Інтенсивність прямих і обернених грошових потоків, що розподіляються на тривалому проміжку часу, різноманітна, у зв'язку з чим виникає проблема приведення прибутків і витрат до одного моменту для усунення тимчасової непорівнянності.

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

Інвестиційний процес, як і будь-який процес, протікає поетапно: етапи переміняють один одного. З урахуванням особливостей інвестиційного циклу і виходячи з того, що інвестиційний процес розглядається як сукупність інвестиційних циклів, можна виділити етапи інвестиційного процесу, подані в табл. 1.2.

Кожний з етапів інвестиційного процесу, поданих у табл. 1.2, у певному смислі визначає результати процесу. У той же час найбільше важливим є етап акумуляції накопичень.

Накопичення підприємства розглядаються як фінансові ресурси, одержання яких обумовлено результатами діяльності підприємства, призначені для авансування в інвестиційні проекти і програми. Накопичення підприємства в загальному виді можна розглядати як суму реінвестованого прибутку й амортизаційних відрахувань. Обмеження розміру накопичень пов'язані з обсягом доступних підприємству фінансових коштів. Проте невірно було б звести обмеженість інвестиційних ресурсів тільки до обмеженості

накопичень. Відсутність або недолік надійної і повної інформації, кваліфікованих спеціалістів і управлінського персоналу не менше, а можливо і більше впливають на розвиток інвестиційного процесу і його результати. Найважливішу роль грають технічні і технологічні ресурси: вікова і технологічна структура основних виробничих фондів, ресурсоемність використовуваних технологій, що визначають ступінь відповідності споживчих характеристик готової продукції вимогам ринку. Тимчасові параметри устанавлюються виходячи з необхідних термінів появи товару на ринку, умов залучення позикового капіталу, періоду окупності інвестиційних затрат і т.ін.

Фактори зовнішнього середовища, що впливають на інвестиційний процес.

Інвестиційний процес на підприємствах протікає під впливом цілої групи факторів. Назвемо найважливіші з них:

наявність попиту і пропозиції на інвестиційний капітал;

характер попиту і пропозиції інвестиційного капіталу (чим вище питома вага довгострокового попиту і пропозиції інвестиційного капіталу, тим ширше інвестиційний процес).

Серед інших факторів протікання інвестиційного процесу варто назвати визначення найбільше важливих ресурсів (сировина і матеріали, робоча сила, енергія), критичні елементи маркетингу, чутливість до умов середовища і її невизначеності.

Фактор невизначеності на перших етапах інвестиційного процесу можна зменшити упорядкуванням оптимістичних і песимістичних варіантів результатів інвестування і перебуванням тим самим найбільше реалістичного для даного ділового середовища сценарію, а також шляхом аналізу великої кількості альтернативних варіантів. Подібні оцінки проводяться з використанням різноманітних формалізованих і неформалізованих методів, зокрема, аналізу чутливості, можливості й стійкості, і з застосуванням економіко-математичних фінансових моделей.

Таблиця 1.2

Етапи інвестиційного процесу підприємств

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

Після ідентифікації найбільше значимих факторів ризику і змін середовища, що можуть уплинути на інвестиційний процес і явитися причиною небезпеки для нього у випадку здійснення, необхідно розробити можливі стратегії управління в таких ситуаціях, із тим щоб швидко й ефективно відреагувати на їхнє виникнення.

Для подолання впливу ризику крім постійного його контролю використовуються створення резервів на покриття непередбачених витрат, розподіл ризику між усіма учасниками інвестиційного процесу і страхування.

Інвестиційна діяльність підприємства. В економічній літературі зустрічаються обидва поняття – інвестиційна діяльність і інвестиційний процес, причому, дуже часто використовуються як терміни-синоніми. У дійсності поняття інвестиційної діяльності є більш широким поняттям.

Інвестиційна діяльність охоплює практично всі стадії і сфери капіталізації інвестиційного капіталу. Інвестиційна діяльність є одним із видів діяльності підприємства, поряд із такими як інноваційна, маркетингова й інші види діяльності. Інвестиційна діяльність припускає різноманітні види інвестицій – прямих і фінансових, а також, у разі потреби, і залучення позикових коштів і емісію цінних паперів.

Інвестиційний процес повинний здійснюватися безупинно. Інша справа, що його етапи можуть мати різну тривалість. Інвестиційна діяльність може припускати в силу тих або інших причин дискретність інвестиційного процесу, коли виконання його окремих етапів здійснюється по закінченні певного часу, тобто між етапами інвестиційного процесу є перерви, а на кожному конкретному проміжку часу домінує якийсь окремий етап інвестиційного процесу. Поняття інвестиційного процесу є більш чітко структурованим у порівнянні з поняттям інвестиційної діяльності підприємства.

Існує ще одна відзнака інвестиційного процесу від інвестиційної діяльності. Її здійснення не можна розглядати як спосіб перекладу стану підприємства з одного в інший. При інвестиційній діяльності, скоріше, можуть змінюватися окремі параметри існуючого стану підприємства або здійснюватися підтримка в робочому стані елементів капіталу підприємства – будинків, споруджень, устаткування, транспорту і т.ін.

Винаходи і інновації формують свого роду пропозиції інвестиційних можливостей. Причому, повинні розглядатися не тільки нові методи і форми організації виробництва уже відомих товарів і винаходи нових товарів, але і зміни споживчих смаків, що призводять до розширення попиту, а отже, що створюють стимули до розширення виробництва. Тому до основної сфери інвестиційної діяльності варто віднести інноваційні процеси, що грають вирішальну роль у забезпеченні економічного росту і конкурентоспроможності підприємства. У реальному секторі економіки існує не тільки взаємозв'язок "інвестиція - виробництво", але і зворотний зв'язок. Між інвестиціями і ринковою кон'юнктурою існує дуже тісний зв'язок.

Середовище протікання інвестиційного процесу. Детальне вивчення середовища протікання інвестиційного процесу є обов'язковим. На рис. 1.15 графічно подане середовище інвестиційного процесу. Середовище об'єднує елементи організаційно-економічного базису промислового підприємства і ринки, із якими воно пов'язано. Крім мікросередовища оточення інвестиційного процесу містить у собі ще два компоненти: ділове середовище і фонове оточення.

Ділове середовище утворюють особи, організації й інститути, із якими підприємство взаємодіє безпосередньо і найбільше часто. У загальному випадку – це споживачі, замовники, постачальники, конкуренти, інвестори і кредитори, фінансові інститути й уряд.

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

Ділове середовище інвестиційного процесу. При аналізі ділового середовища інвестиційного процесу варто виключно виділяти інвестиційну сферу, що найбільш впливає на нього протягом доінвестеційної й інвестиційної стадій інвестиційного циклу. Структурно ділове середовище інвестиційного процесу включає чотири збалансованих і тісно взаємодіючі компоненти:

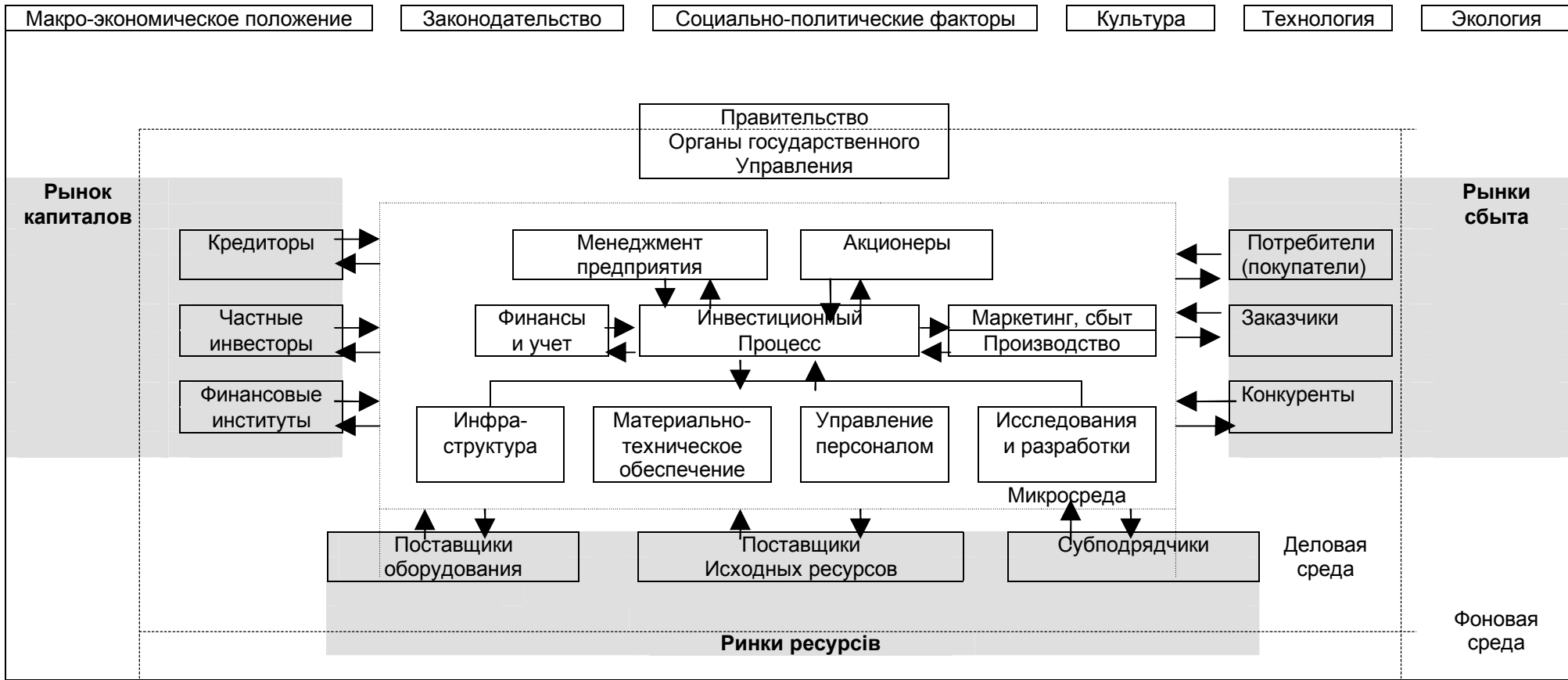


Рис. 1.15. Среда инвестиционного процесса.

проектно- або об'єктно-орієнтовані форми цільового професійного управління проектами й інжиніринга;

ресурсно-орієнтовані форми, що утворюють ринок потужностей будівельного комплексу, який забезпечує виконання по контрактах необхідних робіт, послуг і поставок;

ринкову інфраструктуру – банки, інвестиційні компанії й агентства, біржі, страхові компанії, рекламні агентства, брокерські контори, консультаційні і посередницькі фірми й інші структури, покликані забезпечити на ринку рух потоків інвестиційних, фінансових і матеріально-технічних ресурсів;

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

На ділове середовище, як сукупність зовнішніх факторів, підприємство може впливати, але ці фактори підприємство цілком не контролює. У той же час фонове оточення складають цілком неконтрольовані фактори. Оскільки обсяг контролю може змінюватися згодом, частини зовнішнього оточення "рухливі", тобто можливо переміщення елементів фонового оточення в ділове середовище й назад.

Елементи мікросередовища і ділового середовища інвестиційного процесу знаходяться в тісному взаємозв'язку і взаємозумовленості. У свою чергу, інвестиції призводять до зміни середовища, причому можуть торкатися не тільки найближче своє оточення, тобто підприємства. Достатньо значні промислові інвестиції лежать в основі розвитку і багатьох змін у комерційному і діловому середовищі. Істотно збільшуючи обсяг пропозицій на ринку, вони можуть уплинути на рівень цін, а також впливають на технологію, екологію, політичне і соціальне середовище.

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

Слід зазначити, що всі три типи ринків схильні постійним коливанням кон'юнктури. Їхня нестабільність вносить елемент невизначеності в розвиток інвестиційного процесу, що посилюється в міру збільшення тривалості його життєвого циклу.

Товарні ціни і ставки позичкового відсотку (свого роду ціна капіталу), які являються екзогенними факторами, регулюють динаміку і структуру промислового виробництва. **Вплив ринку збуту на розвиток інвестиційного процесу** найбільше сильно виявляється на двох етапах життєвого циклу: при формуванні задуму й в експлуатаційний період. Для ініціювання інвестиційного процесу найважливішим стимулом є зміна попиту. При цьому стан ринку, тобто співвідношення попиту і пропозиції товарів і послуг, визначає не тільки цілі інвестиційного процесу, але і вибір засобів їх досягнення.

В умовах ринкових відносин реалізації кожного інвестиційного проекту повинно передувати маркетингове дослідження, результати якого грають ключову роль при прийнятті інвестиційного рішення. Дослідження зосереджується на трьох основних аспектах:

вивчення структури ринку і його сегментів;

прогнозування ємності ринку і рівня попиту на середньострокову перспективу;

визначення умов конкуренції.

На основі отриманій інформації розробляється концепція стратегії інвестиційного проекту, що визначає цільову групу покупців, продуктовий діапазон і дозволяє ідентифікувати позицію продукту на ринку з погляду конкурентних переваг (ціна або унікальність). Тільки після цього можливо визначення виробничої програми, і, виходить, необхідних виробничих потужностей, інфраструктури, технічних і технологічних рішень, вимог до використовуваних ресурсів.

Зрозуміло, що з однієї сторони підприємству, тривалий час працюючому в галузі, добре відомі особливості ринку, поведінка споживачів і конкурентів. З іншого боку, не варто забувати про динамічність ринкової кон'юнктури, можливості появи на ринку нових товарів і виробників, у тому числі й іноземних, змінах у смаках споживачів. Отже, підприємство повинно постійно відслідковувати тенденції розвитку галузевого ринку й окремих його сегментів, конкурентної боротьби, змін частки ринку, що займає підприємство, і попиту на свої товари. Така поточна маркетингова інформація необхідна для прийняття рішень в інвестиційній сфері. Для забезпечення довгострокової присутності промислового підприємства на ринку йому необхідно формування раціональної асортиментної структури виробництва (у випадку виробництва інвестиційних і інших товарів виробничого призначення важливим для стабілізації попиту вважається також установлення з замовниками партнерських відношень на довгостроковій основі), і, отже, інвестиційна політика повинна бути спрямована на своєчасне здійснення заміни продукції, що застаріває, новою, або її модифікування. Нововведення (нові товари), також як проекти проникнення на нові для підприємства ринки, потребують проведення спеціального дослідження, про яке говорилося вище.

Аналіз ринків збуту не повинний обмежуватися прогнозуванням обсягів продажів і рівня цін на продукцію, вироблену в рамках даного окремого інвестиційного проекту. **У вивченні мають потребу ще, як мінімум, два аспекти.**

По-перше, кон'юнктура ринків збуту підприємства впливає на його інвестиційну активність за допомогою одержуваних прибутків. Стійкі прибутки дозволяють фінансувати інвестиційні проекти за рахунок внутрішніх фінансових ресурсів, а також розширюють можливості доступу до позикового капіталу, причому часто на більш вигідних умовах.

По-друге, співвідношення попиту і пропозиції впливає не тільки на напрямок, але і на необхідні розміри і частоту інвестицій. В умовах дефіцитного ринку при відсутності конкуренції товаровиробників можливо функціонування виробничої системи без підтримки високого технічного рівня, тобто без активного інвестування у відновлення виробничих фондів і зниження витрат виробництва. Ринок із попитом, який росте, створює можливості для інвестування в розширення обсягів виробництва й у першу чергу потребує великомасштабних вкладень у нарощування виробничих потужностей і підвищення продуктивності елементів основного капіталу.

Насичення ринку, як правило, зміщає акценти у бік активізації інвестицій у підвищення якості, диференціацію і зниження собівартості продукції, що реально тільки для підприємств із високим рівнем техніки, технології і виробничого менеджменту.

Безперервність протікання інвестиційного процесу, одночасне здійснення різних стадій декількох інвестиційних циклів визначають необхідність цілеспрямованого впливу на кожний з етапів процесу з метою логічного завершення інвестиційних циклів і одержання очікуваних результатів інвестиційного процесу в цілому, тобто необхідність управління інвестиційним процесом.

Короткі висновки

1. У найбільше загальній формі інвестиції являють собою вкладення вільних коштів у різноманітні форми фінансового і матеріального багатства. Основними джерелами інвестицій являються заощадження населення.

2. Об'єкти інвестування різноманітні. У залежності від їхнього виду розрізняють тезавраційні інвестиції й інвестиційний капітал. Тезавраційні інвестиції на відміну від інвестиційного капіталу не приносять поточної доходності.

3. Інвестиційний капітал являє собою довгострокове вкладення коштів у сферу матеріального виробництва у формі матеріальних, фінансових або нематеріальних інвестицій. Джерелом поточної доходності на інвестиційний капітал є прибуток, отриманий у результаті експлуатації (обороту) інвестиційного капіталу.

4. Інвестиції, інвестиційний цикл, інвестиційний процес і інвестиційна діяльність підприємств можна розглядати як взаємозалежні поняття, що витікають друг із друга, розглянуті щораз на новому якісному рівні. Інвестиційний процес підприємства, як, мабуть, і будь-який інший процес на підприємствах, протікає під значним впливом зовнішнього середовища і, у свою чергу, кореспондується з його суб'єктами.

Модуль 2. ІНСТРУМЕНТИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Лекція 3 “Сутність інвестиційного менеджменту” (2 години)

1. Сутність, принципи та функції інвестиційного менеджменту
2. Інвестиційна стратегія підприємства
3. Визначення стратегічних напрямків формування інвестиційних ресурсів підприємства.

Лекція 4 “Моніторинг та інформаційне забезпечення інвестиційного менеджменту” (4 години)

1. Інвестиційний портфель підприємства
2. Моніторинг та післяінвестиційний контроль інвестиційних проектів
3. Бюджет капітальних інвестицій
4. Інформаційне забезпечення інвестиційного менеджменту

Лекція 3 “Сутність інвестиційного менеджменту” (2 години)

1. Сутність, принципи та функції інвестиційного менеджменту

Сутність інвестиційного менеджменту. Найважливішою складовою економічного управління діяльністю підприємства є інвестиційний менеджмент, об'єктом якого є інвестиційна діяльність підприємства.

Під *інвестиційним менеджментом* розуміється система принципів, методів та інструментів розробки, прийняття і реалізації управлінських рішень, спрямованих на досягнення цілей інвестиційної діяльності підприємства, забезпечення інвестиційної підтримки усіх видів його діяльності та створення інвестиційно-привабливого іміджу підприємства.

Інвестиційний менеджмент являє собою безперервний процес прийняття і реалізації інвестиційних рішень стосовно різних сфер діяльності підприємства.

Коло питань, що утворюють схему прийняття інвестиційних рішень, представлено на рис. 2.1.

Принципи інвестиційного менеджменту. Ефективність інвестиційного менеджменту, як цілеспрямованої дії на процеси, що відбуваються в інвестиційній діяльності підприємства, досягається у тому випадку, якщо він будується на застосуванні базових принципів (правил) науки управління.

Якщо розглядати зміст такого роду правил стосовно органів управління інвестиційною діяльністю підприємства, то такі правила поведінки (або границі дій) працівників, зайнятих інвестиційною діяльністю, є різноманітними: більш регламентовані для органів управління та основної частки працівників та менш очерчені, але неодмінно зумовлені іншими ознаками – для керівників.

В менеджменті організації виділяють два види принципів:

принципи управління – основні правила дії органів та працівників управління, які зумовлені характером господарчої організації та її місцем у соціально-економічній системі;

принципи керівництва – основні правила або неодмінні умови ділової поведінки керівників, які засновані на об'єктивно аналітичному підході до керівництва колективом працівників.

Підстав не використовувати ці види принципів в інвестиційному менеджменті, немає, тому у цьому виді функціонального менеджменту також правомірно їх використання.

Принципи керівництва, що розкривають тобто характеризують основні вимоги організації праці керівників, при дотриманні яких в інвестиційній діяльності досягаються найліпші результати, є такими ж само, як і в управління підприємством в цілому. Тому принципи керівництва, які вивчаються у навчальному курсі “Основи менеджменту”, розглядати недоцільно. Зупинимось більш докладно на принципах управління, що направляють та визначають дії органів управління інвестиційною діяльністю та його працівників.

Принципи інвестиційного менеджменту подано на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Принципи інвестиційного менеджменту

Принцип плановості є началом, що організує ведення інвестиційної діяльності, як і будь-якої іншої підсистеми підприємства. Планування інвестиційної діяльності здійснюється у часовому розрізі (стратегічні, поточні плани), у просторовому розрізі (по підрозділах підприємства), по рівнях ієрархії (по підприємству в цілому та його підрозділах). Конкретний зміст інвестиційних планів визначається характером завдань, що вирішуються, їх виконавцем (той або інший підрозділ підприємства) тощо. Цілком зрозуміло, що у відсутності відповідного економічного розрахунку та плану немислима ефективна інвестиційна діяльність.

Якісне виконання робіт, що складають інвестиційну діяльність підприємства, багато у чому залежить від здібностей та кваліфікації спеціалістів. Тому **підбір та розставлення кадрів** повинні здійснюватися виключно виходячи з ділових якостей працівників, їх кваліфікації та професіоналізму. А. Файоль відзначав таке: “Порядок передається таким лапідарним правилом: Певне місце для кожної особи та кожна особа на своєму місці”.

Принцип єдиноначальності та колегіальності означає підпорядкованість колективу спеціалістів, що займаються інвестиційною діяльністю, посадовій особі підприємства, що відповідає за цю ділянку його діяльності. Після обговорення тих чи інших аспектів інвестиційної діяльності підприємства, узгодження її напрямків та конкретних проектів з іншими підсистемами діяльності підприємства, після вироблення загальної думки, позиції прийняття остаточного рішення належить керівникам підприємства. Саме вони проводять у життя колегіально прийняті рішення щодо здійснення інвестиційної діяльності.

Підпорядкованість індивідуальних інтересів загальному, як і підпорядкованість специфічних цілей інвестиційної діяльності її загальній цілі та цілі розвитку підприємства, створює єднання дії керівників та спеціалістів у ході здійснення інвестиційної діяльності. Водночас цей принцип можна трактувати ще і так: у ході здійснення інвестиційної діяльності всі її аспекти повинні бути підпорядковані інтересам розвитку підприємства в цілому.

Досягнення ефективності у інвестиційній діяльності – неодмінне правило дій кожного керівника, кожного спеціаліста, що виконують відповідні роботи. Якщо інвестиційна діяльність не буде ефективною, то це дуже негативно вплине на розвиток підприємства, на його ринкове становище та конкурентоспроможність. Принцип ефективності передбачає раціональне використання ресурсів у ході інвестування підприємства, досягнення високих результатів при будь-якій формі розширеного відтворення засобів виробництва.

Додержання державної дисципліни означає, що спеціалісти підприємства, що займаються інвестиційною діяльністю, повинні виконувати вимоги законів та нормативно-правових документів України, не порушувати їх, тому що у зворотному випадку посадові особи підприємства можуть бути притягнені до відповідальності (адміністративної або кримінальної), а підприємство змушено буде виплачувати штрафи, пені та неустойки.

Принцип матеріального та морального стимулювання базується на врахуванні та використанні досягнутих результатів праці. В інвестиційній діяльності, як і в будь-якій іншій підсистемі підприємства, важливо, щоб матеріальне заохочення працівників будувалося на об'єктивній оцінці конкретної результативності праці та конкретно-

го внеску кожного працівника. Важлива роль належить і моральному заохоченню, без якого неможлива самооцінка працівників, суспільне визнання їх праці.

Принцип особистої відповідальності працівників за доручену справу має важливе значення. Надана підприємствам у сучасний час економічна самостійність та право приймати рішення щодо діяльності у рамках правового поля логічно невід'ємна від відповідальності керівників підприємств за неефективне використання ресурсів, у тому числі і інвестиційних. А. Файоль зауважив, що "відповідальність є необхідною ознакою влади". Без встановлення конкретної відповідальності кожного керівника, кожного спеціаліста за доручену роботу неможливо забезпечити результативність інвестиційної діяльності.

Як і для будь-якої іншої галузі менеджменту, для інвестиційного менеджменту характерне таке:

постановка мети та вибір стратегії;

чотири стадії циклу: планування, визначення умов та організація; виконання, керівництво.

Схематично інвестиційний менеджмент представлено на рис. 2.3.

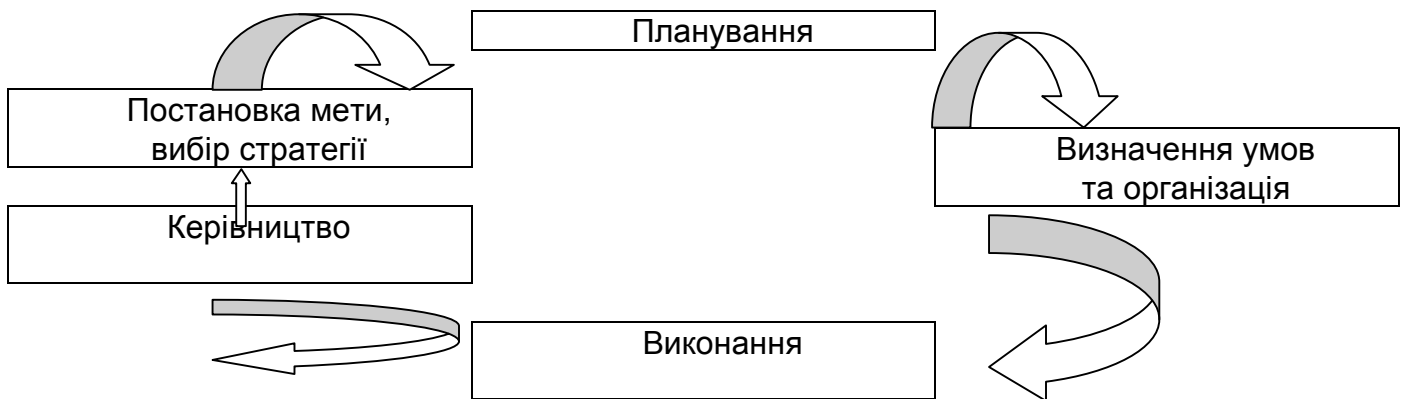


Рис. 2.3. Схема інвестиційного менеджменту

На кожній стадії циклу вирішуються певні завдання:

планування – складання плану реалізації стратегії;

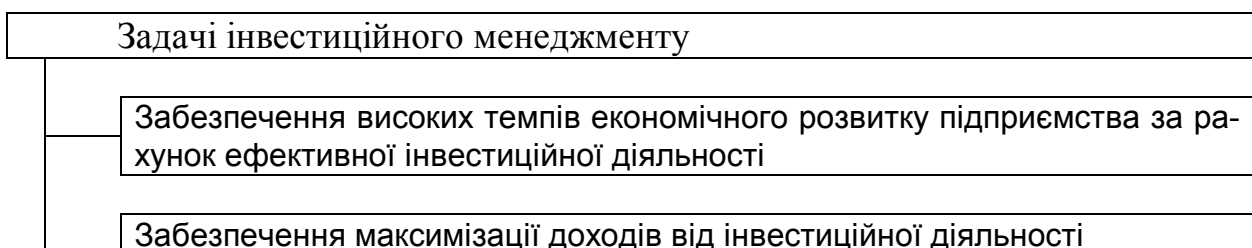
визначення умов та організація – визначення потреб у ресурсах для реалізації різноманітних фаз інвестиційного циклу, постановка завдань перед працівниками, організація роботи;

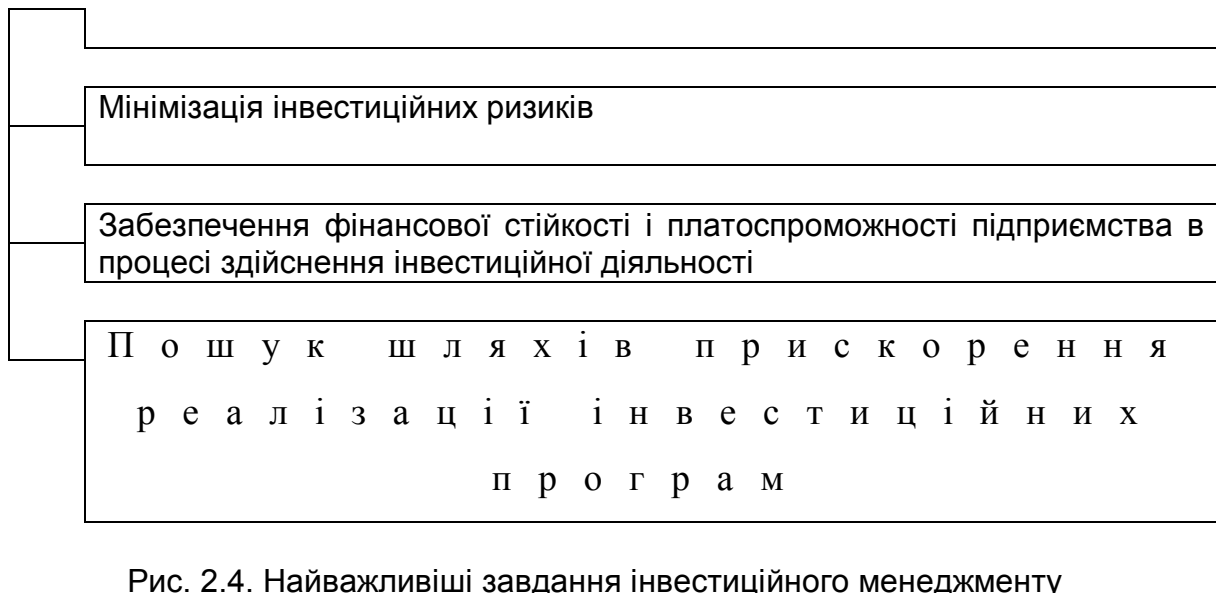
виконання – здійснення реалізації плану;

керівництво – контроль, аналіз, корегування дій, накопичення досвіду, оцінки ефективності інвестиційних проектів.

Основною метою інвестиційного менеджменту є забезпечення найбільш ефективних шляхів реалізації інвестиційної стратегії підприємства на окремих етапах її реалізації.

У процесі досягнення цієї мети вирішуються найважливіші задачі, що показані на рис.2.4.





Розглянемо докладніше ці завдання.

1. Забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства за рахунок ефективної інвестиційної діяльності. *Стратегія розвитку будь-якого підприємства з моменту його створення припускає постійний економічний ріст за рахунок збільшення обсягів діяльності, а також галузевої, асортиментної і регіональної її диверсифікованості. Цей економічний ріст забезпечується в першу чергу за рахунок інвестиційної діяльності, у процесі якої реалізуються довгострокові стратегічні цілі підприємства. Між ефективністю інвестиційної діяльності і темпами економічного розвитку підприємства існує прямий зв'язок.*

2. Забезпечення максимізації доходів від інвестиційної діяльності. *Прибуток є основним показником, що характеризує результати не тільки інвестиційної, але і всієї господарської діяльності підприємства. При наявності альтернативних рішень у напрямках інвестування слід при рівних умовах вибирати ті, котрі в остаточному підсумку забезпечують найбільшу суму чистого прибутку в розрахунку на вкладений капітал.*

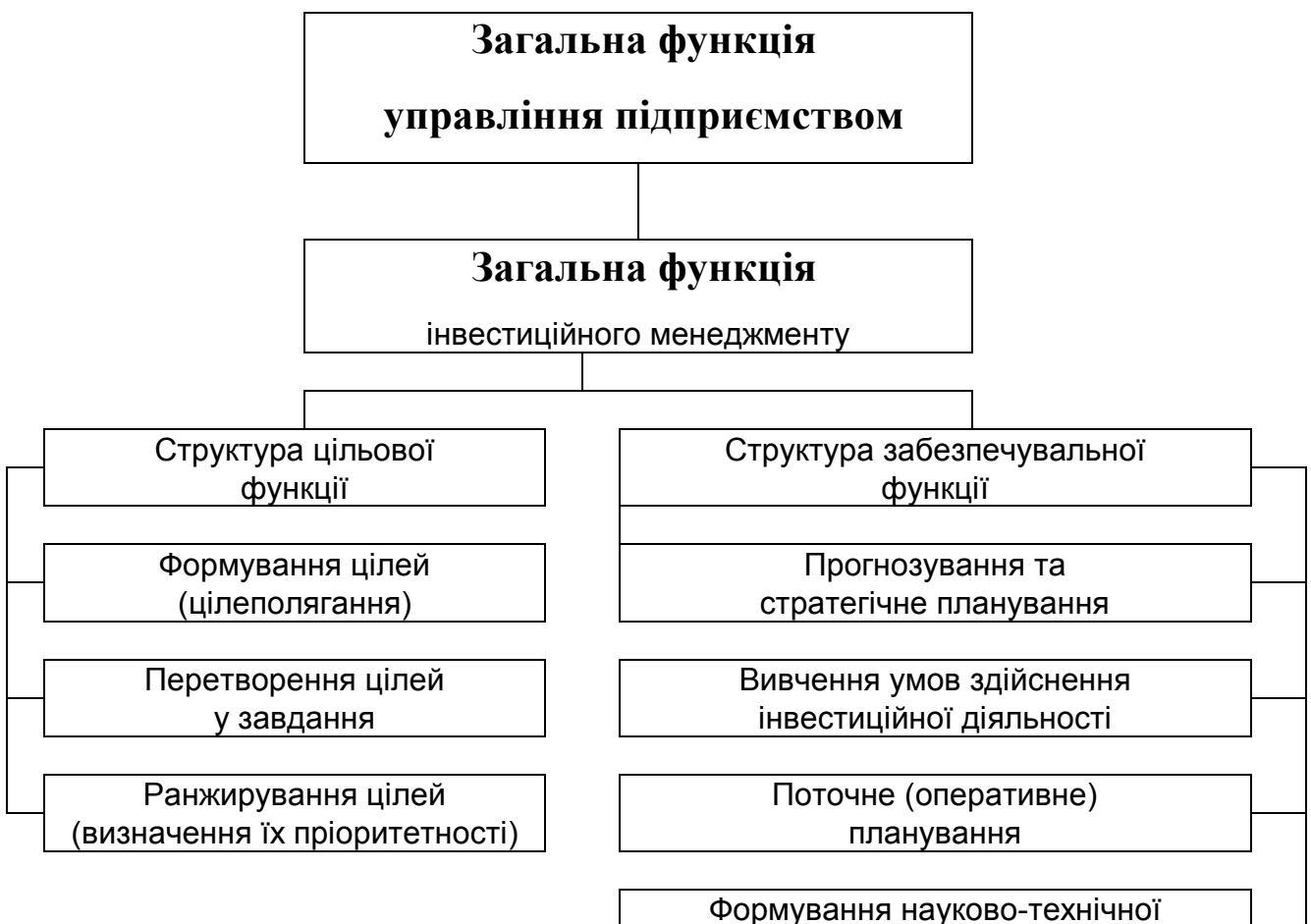
3. Мінімізація інвестиційних ризиків. *Інвестиційні ризики дуже різноманітні і супроводжують практично усі форми інвестиційної діяльності і напрямки інвестування. При певних несприятливих обставинах ці ризики можуть викликати втрату не тільки прибутку і доходу від інвестицій, але і частини капіталу, що інвестується. Тому при прийнятті управлінських рішень, пов'язаних з реалізацією окремих інвестиційних проектів, необхідно істотно обмежувати інвестиційні ризики і зв'язані з ними фінансові втрати.*

4. Забезпечення фінансової стійкості і платоспроможності підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності. *Інвестиційна діяльність зв'язана з відволіканням фінансових коштів у великих розмірах і, як правило, на тривалий період. Це може привести до зниження платоспроможності підприємства по поточних господарських операціях, до несвоєчасного виконання платіжних зобов'язань перед партнерами, державним бюджетом, тобто до створення передумов для банкрутства підприємства. Крім того, фінансування окремих інвестиційних проектів часто здійснюється за рахунок значного залучення позикових коштів. Тому при формуванні джерел інвестиційних ресурсів варто заздалегідь прогнозувати, який вплив це зробить на фінансову стійкість підприємства і його поточну платоспроможність.*

5. Пошук шляхів прискорення реалізації інвестиційних програм. *Намічені до реалізації інвестиційні програми повинні бути виконані якнайшвидше. Насамперед, високі темпи реалізації кожної інвестиційної програми сприяють прискоренню економічного розвитку підприємства в цілому. Крім того, чим швидше реалізована інвестиційна програма, тим швидше починає формуватися додатковий грошовий потік у виді прибутку й амортизаційних відрахувань. Прискорення реалізації інвестиційних програм скорочує терміни використання кредитних ресурсів (у частині інвестиційних проектів, що фінансуються із залученням позикових коштів). Нарешті, швидка реалізація інвестиційних програм сприяє зниженню інвестиційних ризиків, зв'язаних з несприятливою зміною кон'юнктури інвестиційного ринку, погіршенням інвестиційного клімату в країні.*

Усі перераховані задачі інвестиційного менеджменту найтіснішим образом взаємозалежні. При цьому, пріоритетним є не максимізація доходу (прибутку) від інвестиційної діяльності, а забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства при достатній його фінансовій стійкості в процесі цього розвитку.

Функції інвестиційного менеджменту. З урахуванням розглянутого переліку задач інвестиційного менеджменту визначаються його функції. Характер інвестиційного менеджменту, його внутрішні характеристики найбільш повно розкриваються в його функціях. Семантика слова "функція" (лат. *functio* - напрямок, діяльність) дозволяє в загальному виді визначити її як цілеспрямований характер властивості системи або її окремого елемента. **Загальна функція інвестиційного менеджменту складається з двох часток – цільової та забезпечувальної.** Розглянемо їх зміст та структуру. Кожна з цих функцій має певну структуру, тобто розкривається шляхом формулювання конкретних дій, виконання яких сприяє реалізації цієї функції. Структуру цільової та забезпечувальної функції інвестиційного менеджменту представлено на рис. 2.5.



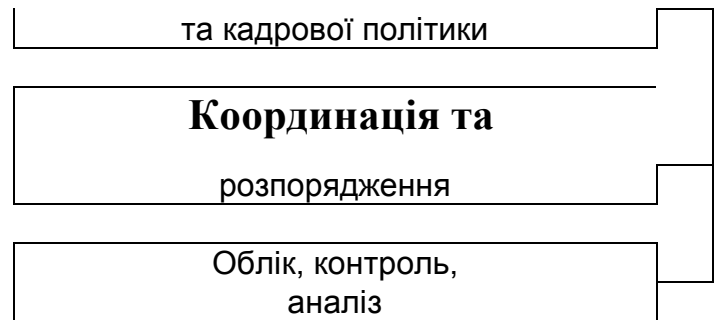


Рис. 2.5. Структура цільової та забезпечувальної функції інвестиційного менеджменту

При формуванні цілей інвестиційної діяльності повинні виконуватися певні вимоги: цілі інвестиційної діяльності повинні

характеризуватися кількісними показниками та об'єктивними критеріями;

мати строки їх досягнення;

описувати бажаний стан інвестиційної діяльності та її результати;

бути реалістичними та встановлюватися на так званому спонукальному рівні – достатньо високому, щоб було до чого прагнути, але не настільки високому, щоб потерпіти невдачу;

бути гнучкими, такими, що піддаються модифікації або корегуванню у випадку істотних, непередбачених змін в умовах їх досягнення.

Перетворення цілей у завдання слід розглядати як формулювання специфічних цілей по видах та напрямках інвестиційної діяльності. Завдання (специфічні цілі) можуть бути представлені як у кількісних, так і якісних показниках. Визначені задачі можуть бути нерівнозначними для підприємства, а роботи, що їх складають, не можуть проводитися одночасно. Така неодноразовість може бути зумовлена обмеженістю коштів підприємства, відставанням підприємств-партнерів у галузі постачання матеріалів або устаткування, або тим, що досягнення певної цілі потребує реалізації іншої цілі або декількох цілей. Саме тому виконання цільової функції інвестиційного менеджменту включає ранжирування цілей, тобто визначення їх пріоритетності.

Ранжирування цілей інвестиційної діяльності є визначальним для встановлення черговості та послідовності їх досягнення.

Після формування загальної та специфічних цілей (завдань) інвестиційної діяльності, ранжирування по значимості та термінам виконання, визначення пріоритетності та, відповідно, черговості і послідовності їх досягнення виконується робота по організації вирішення поставлених завдань, тобто по здійсненню забезпечуючої функції управління.

Якщо сутність цільової функції управління міститься у визначенні цілей інвестиційної діяльності, їх диференціації та конкретизації, то забезпечувальна функція здійснює організацію досягнення цих цілей, тобто розробку способів реалізації цілей.

Прогнозування та стратегічне планування є своєрідним переходом від процесу цілеполягання до процесу досягнення цілей. Так, стратегічне планування за терміном розділяється та перспективне, довго- та короткострокове. При цьому перспективне та довгострокове стратегічне планування можна віднести до функції цілеполягання, а ось вже короткострокове (або функціональне) – до функції забезпечення. У рамках стратегічного планування інвестиційної діяльності вирішуються такі завдання:

розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності підприємства;

розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства;

формування інвестиційного портфеля шляхом пошуку і оцінки інвестиційної привабливості окремих реальних проектів і вибір найбільш ефективних з них.

Вивчення умов, за яких буде здійснюватися інвестиційна діяльність, передбачає, перш за все, виявлення потреб в інвестиціях, що визначає всі наступні його аспекти. Виявлення потреб в інвестиціях включає вивчення стану устаткування та інших груп основних засобів підприємства, існуючих технічних досягнень у галузі, підприємства якої випускають таке устаткування, якості та ступеня новизни продукції, що випускається, аналіз інноваційного портфеля підприємства, перспектив його розширення. Все це у сукупності ставить собою визначення умов інвестиційної діяльності підприємства, яка виступає об'єктом інвестиційного менеджменту. Виходячи з даних, що отримані, виконується аналіз можливостей підприємства щодо обсягу та структури інвестиційних ресурсів. Можливості підприємства по залученню інвестицій (власні кошти, позикові кошти, емісія цінних паперів тощо) зіставляються з потребами в інвестиціях.

Процес досягнення стратегічних цілей, реалізації стратегії та вирішення завдань інвестиційної діяльності починає здійснюватися шляхом розробки **поточних (оперативних) планів**. Їх формою є інвестиційний портфель підприємства. Поточне (оперативне) планування забезпечує:

доведення конкретних завдань до виконавців (управлінських або інших підрозділів, конкретних посадових осіб), що безпосередньо відповідають за вирішення конкретних завдань, за відповідні ланки процесу інвестиційної діяльності;

роботу механізму, що контролює відповідність інвестиційної діяльності розробленої та прийнятої до реалізації інвестиційній стратегії.

За змістом поточні плани розділяються на три типи:

функціональні – необхідні для впровадження управлінських рішень у різних сферах інвестиційної діяльності (впровадження інновацій, підвищення якості продукції, проведення операцій із цінними паперами тощо); у рамках таких планів здійснюється, наприклад, оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів і вибір найбільш ефективних з них;

одноразові – складаються у зв'язку із впровадженням будь-якого інвестиційного проекту або програми; зазвичай мають допоміжний характер та передбачають разові дії;

стабільні – містять розробку конкретних вказівок щодо реалізації інвестиційної стратегії та інвестиційного портфеля підприємства.

Формування науково-технічної та кадрової політики є початковою умовою реалізації інвестиційної стратегії та інвестиційного портфеля, тому що забезпечують цю реалізацію відповідними матеріальними та трудовими ресурсами. Науково-технічна політика покликана вирішувати такі основні завдання:

швидко та чітко адаптувати інвестиційну діяльність до постійно змінюючихся умов інвестиційних ринків, ринків відповідних матеріальних ресурсів та основних засобів;

вносити відповідних корегування до стратегічних та поточних планів інвестиційної діяльності;

мінімізувати витрати у зв'язку із зміною планів.

Реалізація рішень по цих завдань здійснюється по таких найважливіших напрямках:

орієнтація на використання в інвестиційній діяльності сучасних досягнень у галузі техніки, управління, фінансів;

постійне врахування норм нормативно-правових документів, що регламентують інвестиційну діяльність підприємств;

здійснення міжнародної співпраці у формах, що найбільш придатні для конкретного підприємства.

Кадрова політика передбачає вирішення таких завдань:
 планування потреб у спеціалістах з інвестиційної діяльності;
 професійне навчання спеціалістів;
 розробка методів оцінки трудової діяльності та реалізації практичних висновків з цієї оцінки.

Реалізація завдань кадрової політики передбачає ефективне функціонування системи мотивації персоналу.

Координація та розпорядження містяться у встановленні постійних та тимчасових взаємовідносин між підрозділами підприємства, що беруть участь в інвестиційній діяльності, визначенні умов здійснення цих взаємовідносин. Ця функція реалізується через адміністративно-організаційне та оперативне управління.

Адміністративно-організаційне управління передбачає організаційне відокремлення певної групи спеціалістів, що займаються інвестиційною діяльністю шляхом створення відповідних підрозділів або введення до штатного розпису відповідних посад, розподіл функцій між підрозділами та посадовими особами, встановлення меж їх компетенції, визначення їх відповідальності.

Оперативне управління міститься у періодичному або безперервному порівнянні фактично отриманих результатів з запланованими та внесенні за результатами цього порівняння відповідних корегувань.

Управлінських контроль покликаний забезпечити правильну оцінку реальної ситуації в інвестиційній діяльності, що створює передумови для внесення відповідних корегувань у плани або є підставою для підготовки рішень про своєчасний вихід з не-ефективних інвестиційних проектів і реінвестування капіталу. Тому контроль та наступний аналіз виступають одним з головних інструментів розробки інвестиційної політики та прийняття управлінських рішень, що забезпечують нормальний стан інвестиційної діяльності та досягнення її цілей. Управлінський контроль здійснюється шляхом організації моніторингу реалізації окремих інвестиційних програм і проектів.

Оборот функцій інвестиційного менеджменту. Функції інвестиційного менеджменту визначають необхідні методи – сукупність процедур, способів, прийомів тощо. Взаємодія всіх груп функцій – цільової та забезпечувальної – породжує нерозривну єдність економічних та адміністративних методів управління, перетворює адміністрування у спосіб реалізації економічних методів, а економічні методи (спонукання), які доповнені адміністративними (примушування), становляться економічними інструментами управління.

Єдність функцій інвестиційного менеджменту створює замкнутий цикл взаємодії прямих та зворотних зв'язків – замкнутий контур (рис. 2.6). Його особливість полягає у тому, що він є не одноразовим. Він постійно повторюється, завдяки чому управління здійснюється не як одиничний кругообіг, але як безперервний оборот. Остання із забезпечувальних функцій – облік, контроль та аналіз – є первісною, початковою для перших цільових функцій – вивчення потреб підприємства в інвестиціях та отримання даних про стан як підприємства в цілому, так і його інвестиційної діяльності. Випадання якої-небудь функції може створити ситуацію, при якій нормальна інвестиційна діяльність підприємства стане проблематичною або, навіть, неможливою.

Будь-який управлінський цикл починається з визначення мети, що може бути досягнута за існуючих реальних умов, та закінчується контролем і аналізом ефективної її реалізації (відповідності отриманих результатів цілі та рівню витрат ресурсів).

Методи інвестиційного менеджменту. Важливе місце в інвестиційному менеджменті належить методам управління, шляхом яких направляється та координується діяльність підрозділів та посадових осіб підприємства для досягнення поставлених в інвестиційній діяльності цілей. Метод інвестиційного менеджменту розглядається як

спосіб здійснення управлінської діяльності (що та як треба зробити). Тому мова йде про діяльність з управління.

Методи інвестиційного менеджменту, як можливі способи реалізації принципів, вибираються в залежності від змісту завдань, що вирішуються, та цілей досягнення цілей інвестиційної діяльності.

В теорії управління виділяють два різних поняття: методи управління (щодо керованої системи в цілому) та методи керівництва (щодо суб'єкта).

Методи управління – це способи координування дій органів управління організацією та колективів для досягнення поставленої мети.

Методи керівництва – це способи та прийоми дій керівників, що спрямовані на створення в організації необхідних умов для успішного виконання завдань кожним підрозділом або службою.

Методи керівництва займають підпорядковане положення щодо методів управління, що цілком віддзеркалює їх місце та застосування у системі управління.

Методи інвестиційного менеджменту за змістом, формою, застосуванням та характеру впливу підрозділяються на три групи (рис. 2.7).



Рис. 2.7. Методи, що застосуються в інвестиційному менеджменті

Адміністративні методи управління реалізуються шляхом регламентації дій працівників. Вони властиві кожному органу управління підприємства – підприємству в цілому, його структурним підрозділам. До цієї групи методів належать: організація системи управління (організаційна структура); визначення прав та встановлення конкретних обов'язків працівників; підбір та розстановка кадрів; оперативне регулювання процесу у тій чи іншій підсистемі підприємства; розробка різноманітних положень, інструкцій, інших нормативних документів; видання наказів та розпоряджень, які є обов'язковими до виконання.

Адміністративні методи управління є стержнем управління, ключем або імпульсом приведення в дію всієї керуючої системи. За допомогою цих методів створюється єдність та взаємозв'язок всієї керуючої системи.

Сутність економічних методів управління полягає в тому, що дія суб'єкта управління на об'єкт управління здійснюється шляхом використання економічних важелів та стимулів: оплати праці, доходів, управлінського обліку тощо. За допомогою економічних методів управління здійснюється раціональне погодження інтересів.

У сучасних умовах господарювання економічні методи переважають над адміністративними. Стимули діють більш надійно, ніж накази. За їх допомогою здійснюється внутрішньовиробниче планування, управлінський облік, визначається ефективність будь-якого виду діяльності, у тому числі і інвестиційної.

Виховні методи зумовлені переважаючою роллю на будь-якому підприємстві персоналу. Всі його перемоги, досягнення або недоліки залежать від конкретної діяльності людей. Робота будь-якого колективу багато у чому залежить від поведінки та ставлення до праці кожного індивідуума. Увага до людей, умов їх життя та праці, культура

поведінки керівника та стиль його спілкування із підлеглими – ці та інші аналогічні якості управління формують зміст соціально-економічних (виховних) методів.

2. Інвестиційна стратегія підприємства

Поняття інвестиційної стратегії підприємства. Одним з найважливіших інструментів розробки та реалізації управлінських рішень щодо інвестиційної діяльності підприємства є інвестиційна стратегія.

Поняття стратегії діяльності підприємства, включаючи й інвестиційну стратегію, увійшло в економічну теорію понад 40 років тому, коли значно прискорилися темпи суспільного розвитку та науково-технічного прогресу. За умов більш швидкої зміни зовнішнього середовища діяльності підприємства з'явилася необхідність не тільки оперативно реагувати на ці зміни, але і розробляти моделі розвитку з урахуванням прогнозуємих змін.

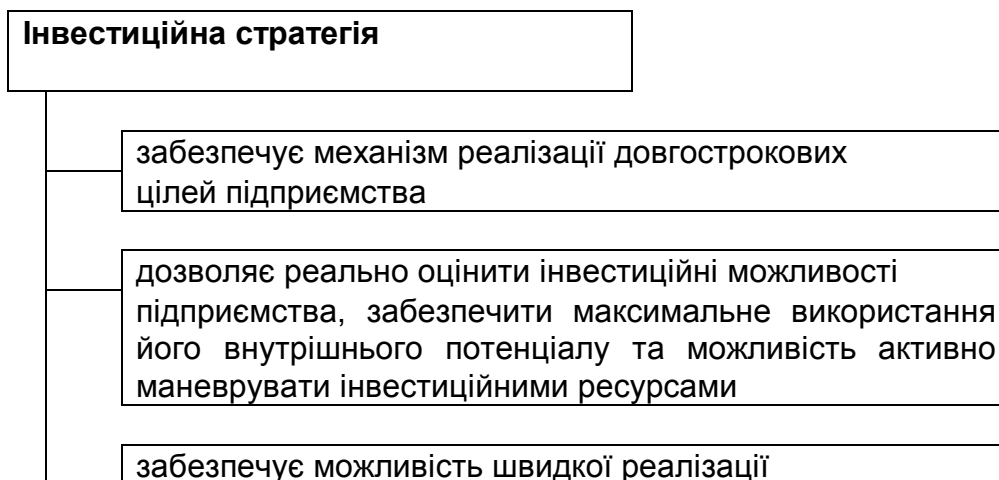
В сучасній економічній літературі є два принципових підходи до визначення поняття “стратегія діяльності”. Одні автори вважають, що стратегію діяльності слід розглядати як процес формування системи довгострокових цілей та вибору шляхів їх досягнення. Інші автори вкладають в це поняття набір правил для прийняття рішень, якими організація керується у своїй діяльності або як спосіб досягнення цілей.

Більш логічним є перше формулювання стратегія. Тому у його світлі ***під інвестиційною стратегією слід розуміти систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що визначається довгостроковими задачами його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також передбачає вибір найбільш ефективних шляхів досягнення поставлених цілей.***

Інвестиційна стратегія відіграє значну роль у діяльності підприємства, що показано на рис. 2.8.

Формування інвестиційної стратегії підприємства базується на прогнозуванні окремих умов здійснення інвестиційної діяльності і кон'юнктури інвестиційного ринку як у цілому, так і окремих його сегментів. Інвестиційна стратегія потребує періодичного коригування з урахуванням зовнішніх умов, що змінюються, і нових можливостей зростання підприємства.

Вихідною передумовою формування інвестиційної стратегії підприємства є загальна стратегія його економічного розвитку. Стосовно неї інвестиційна стратегія носить підпорядкований характер і повинна погоджуватися з ній по цілях і етапах реалізації. Інвестиційна стратегія при цьому розглядається як один із головних чинників забезпечення ефективного розвитку підприємства відповідно до обраної їм загальної економічної стратегії.



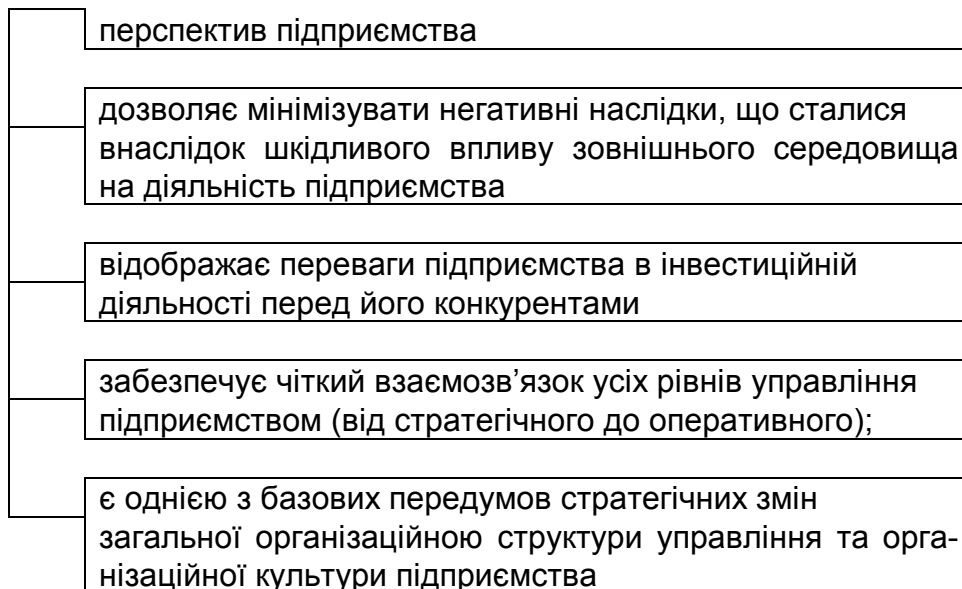


Рис 2.8. Місце інвестиційної стратегії у діяльності та розвитку підприємства

Інвестиційна стратегія підприємства формується з використанням певних принципів:

- розгляд підприємства як відкритої системи, що здатна до самоорганізації;
- врахування базових стратегій операційної діяльності підприємства;
- переважна орієнтація на підприємницький стиль стратегічного управління інвестиційною діяльністю;
- забезпечення сполучення всіх рівнів управління інвестиційною діяльністю підприємства;
- забезпечення адаптивності інвестиційної стратегії до змін чинників зовнішнього середовища;
- забезпечення альтернативності стратегічного інвестиційного вибору;
- врахування рівня інвестиційного ризику в процесі прийняття стратегічних інвестиційних рішень;
- орієнтація на професіоналізм інвестиційних менеджерів підприємства в процесі реалізації інвестиційної стратегії підприємства;
- забезпечення розробленої інвестиційної стратегії підприємства відповідною організаційною структурою та відповідним рівнем організаційної культури.

Процес формування інвестиційної стратегії підприємства проходить ряд етапів (рис. 2.9).

Зміст етапів розробки інвестиційної стратегії підприємства. Вивчення цього питання потребує більш пильної уваги, тому розглянемо більш докладно зміст етапів розробки інвестиційної стратегії підприємства.

Початковим етапом розробки інвестиційної стратегії підприємства є визначення загального періоду її формування. Він залежить від ряду умов.

Головною умовою визначення періоду формування інвестиційної стратегії підприємства є передбачуваність розвитку економіки в цілому й інвестиційного ринку зокрема. У умовах теперішнього нестабільного (а по окремих напрямках – непередбаченого) розвитку економіки країни цей період не може бути занадто тривалим і в середньому не може виходити за рамки 3-5 років (для порівняння слід зазначити, що інвестиційна стратегія найбільших компаній країн із розвинутою ринковою економікою розробляється на період 10-15 років).



I ЕТАП	Визначення загального періоду формування інвестиційної стратегії
II ЕТАП	Дослідження чинників зовнішнього інвестиційного середовища підприємства та кон'юнктури інвестиційного ринку
III етап	Дослідження чинників внутрішнього середовища підприємства та особливостей, що притаманні його інвестиційній діяльності
IV етап	Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства
V етап	Аналіз стратегічних альтернатив та вибір стратегічних напрямків і форм інвестиційної діяльності підприємства
VI етап	Формування інвестиційної політики за основними аспектами інвестиційної діяльності підприємства
VII етап	Визначення стратегічних НАПРЯМКІВ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА
VIII етап	Розробка системи організаційно-економічних заходів щодо забезпечення процесу реалізації інвестиційної стратегії підприємства
IX етап	Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії

Рис. 2.9. Основні етапи розробки інвестиційної стратегії підприємства

Важливою умовою визначення періоду формування інвестиційної стратегії є тривалість періоду, прийнятого для формування загальної економічної стратегії підприємства. Оскільки інвестиційна стратегія носить стосовно неї підпорядкований характер, вона не може виходити за межі цього періоду.

Однією з умов визначення періоду формування інвестиційної стратегії підприємства є його галузева приналежність. Як показує світовий досвід, найбільший період (понад 10 років) характерний для розробки інвестиційної стратегії інституціональних інвесторів, що є по своїй діяльності інвестиційними інститутами (наприклад, інвестиційні фонди); менший період (5-7 років) характерний для підприємств, що здійснюють випуск продукції виробничо-технічного призначення; ще більш короткий період (3-5 років) характерний для підприємств, що випускають споживчі товари.

I, нарешті, однією з умов визначення періоду формування інвестиційної стратегії є розмір підприємства. Інвестиційна діяльність значних підприємств звичайно прогно-

зується на більш тривалий період.

Розглянуті умови визначення періоду формування інвестиційної стратегії представлені на рис. 2.10.

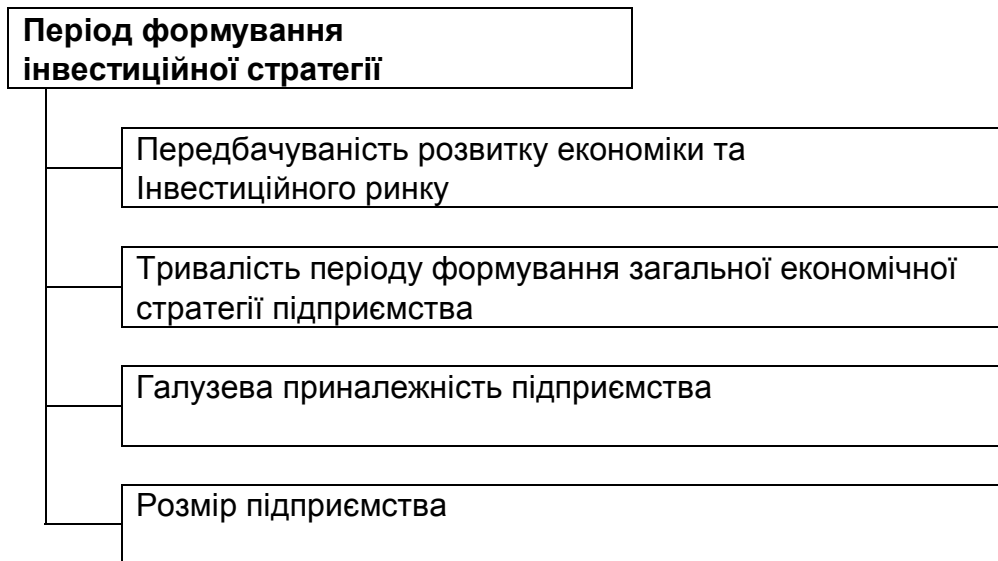


Рис 2.10. Умови визначення періоду формування інвестиційної стратегії підприємства

Дослідження чинників зовнішнього середовища підприємства та кон'юнктури інвестиційного ринку здійснюється у порядку. *Дослідження чинників внутрішнього середовища підприємства та особливостей, що притаманні його інвестиційній діяльності*, здійснюється за допомогою методу об'єктного аналізу.

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства повинно виходити із системи цілей загальної стратегії економічного розвитку. Як приклад стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства можна привести такі:

- забезпечення приросту капіталу;
- зміна пропорцій у реальному і фінансовому інвестуванні;
- зміна галузевої і регіональної спрямованості інвестиційних програм.

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності ще повинно бути пов'язано із стадією життєвого циклу підприємства. Приклад забезпечення такого взаємозв'язку показаний в табл. 2.1.

Аналіз стратегічних альтернатив та вибір стратегічних напрямків і форм інвестиційної діяльності підприємства.

Відомий американський вчений Пітер Друкер колись зауважив: "Якщо бізнес успішний, то хтось одного разу прийняв мужнє рішення". Він мав рацію, оскільки обираючи певний варіант інвестиційного рішення, треба мати неабиякий рівень мужності.

Перш, ніж обирати інвестиційну стратегію діяльності підприємства, необхідно сформулювати певну сукупність альтернативних стратегій та провести ретельний їх аналіз. У межах обраної базової стратегії можливі декілька напрямів дій, які називають **стратегічними альтернативами**.

Базові стратегії в інвестиційному менеджменті можуть формуватися стосовно цієї галузі менеджменту в цілому або стосовно будь-якої його підсистеми – реальних або

фінансових інвестицій. Так, найбільш відомі різноманітні базові стратегії в інвестиційному менеджменту представлені в табл. 2.1.

Таблиця 2.1
Стратегічні альтернативи в інвестиційному менеджменті

Базова стратегія	Основні стратегічні альтернативи
Зростання	Прагнення до диверсифікацію інвестицій; до активного співробітництва із інвесторами; піклування про підвищення рівня інвестиційної привабливості
Стабілізації	Прагнення до зменшення витрат; стабільності зовнішньої та внутрішньої інвестиційної підтримки
Скорочення	Перебудова існуючої системи інвестиційного менеджменту, зменшення інтенсивності інвестування, перерозподіл інвестиційних ресурсів

Базові стратегії інвестування щодо реальних та фінансових інвестицій подано на рис. 2.11 та 2. 12.

Для сучасних українських підприємств більш властиві реальні інвестиції, базові стратегії яких подані на рис 2.11.

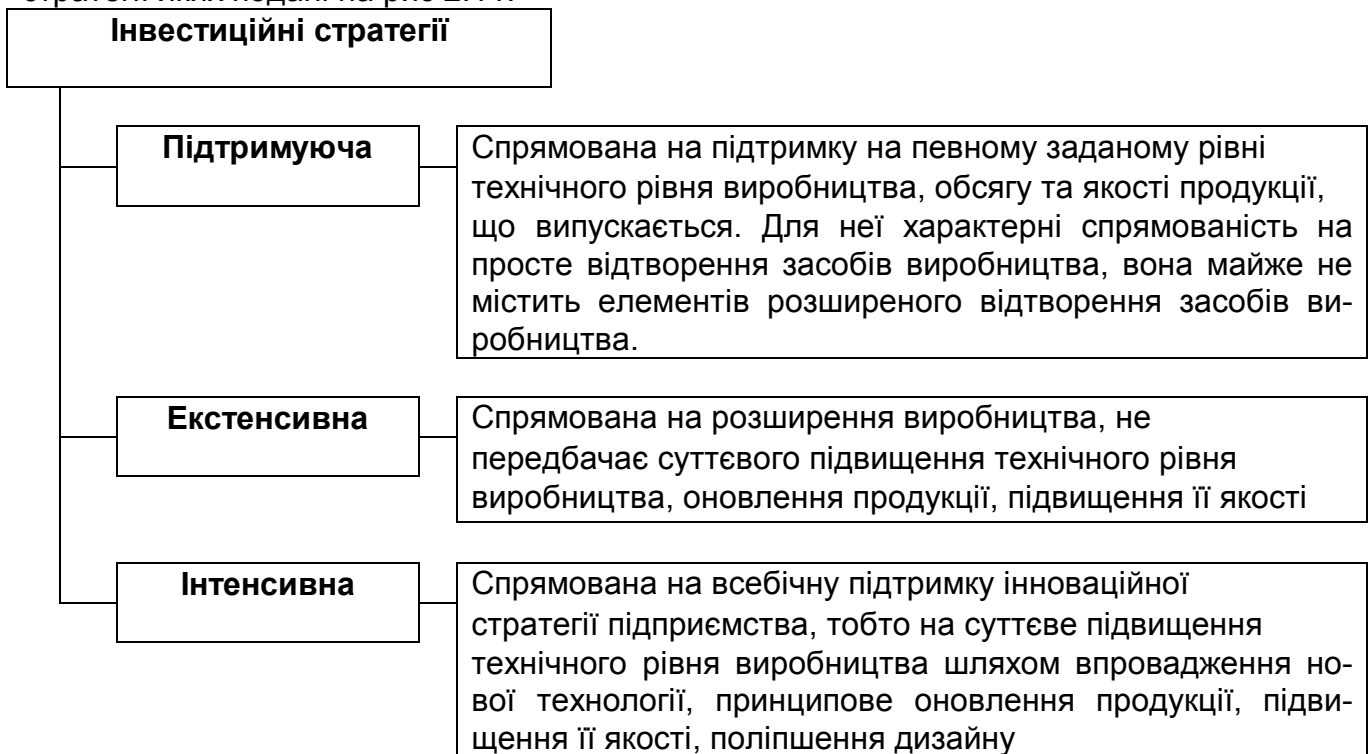


Рис. 2.11. Стратегії інвестування у реальні об'єкти

Дії переважної більшості українських підприємств на фондовому ринку мають поки ще обмежений характер, але стратегії їх поведінки вже починають складатися (див. рис. 2.12).

Стратегії



Рис. 2.12. Стратегії інвестування на ринку фінансового інвестування

Вибраний тип інвестиційної стратегії підприємства конкретизується на подальших етапах її розробки.

При формулюванні кожної стратегічної альтернативи підприємство стикається з **об'єктивними обмеженнями** (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Сутність обмежень, з якими стикається підприємство при формуванні стратегічних альтернатив

Обмеження	Сутність обмеження
Рівень наявних інвестиційних ресурсів	Навіть якщо обрана стратегія є оптимальною, керівництво повинно виважено підійти до вибору джерела надходження необхідних інвестиційних коштів. Якщо власних коштів замало, підприємство не виправдано ризикує, залучаючи інвестиції
Рівень прийняттого ризику	Чимало підприємств готові ризикувати лише досить помірно, навіть мінімально. Це істотно знижує діапазон вибору стратегій
Потенціальні навички та можливості підприємства	Досить часто обрані стратегії потребують більше навичок і можливостей, ніж їх має підприємство. Наприклад, фірма має солідний виробничий потенціал, проте не має досвіду підвищення рівня інвестиційної привабливості
Відносини в межах інвестиційних зв'язків підприємства	Часто підприємства не можуть забезпечити прийнятних умов і можливості працювати з інвесторами так, щоб успішно реалізувати обрану стратегію

Обов'язковим є оцінювання обраних стратегічних альтернатив. Обрана стратегічна альтернатива оцінюється в основному за допомогою аналізу правильності та достатності врахування при її виборі основних чинників, які визначають можливість реалізації стратегії. У кінцевому підсумку ця процедура підпорядкована одному: чи сприятиме стратегічна альтернатива досягненню цілей підприємства. **І це є основним критерієм оцінки обраної стратегічної альтернативи.** Якщо стратегічна альтернатива відповідає цілям підприємства, її оцінюють за такими напрямками (табл. 2.3).

Таблиця 2.3
Напрямки оцінки стратегічних альтернатив

Напрямок оцінки	Сутність оцінки
Відповідність обраної стратегічної альтернативи стану і потребам зовнішнього та внутрішнього середовища підприємства	Перевіряється зв'язок стратегічної альтернативи з основними суб'єктами середовища, чинниками розвитку ринку та динаміки розвитку життєвого циклу товару або групи товарів, що потребують інвестиційного втручання
Відповідність обраної стратегічної альтернативи потенціалу і можливостям підприємства	Оцінюється зв'язок обраної інвестиційної стратегії з іншими стратегіями, відповідність можливостям персоналу, обґрунтованість програми реалізації стратегії в часі
Прийнятність ризику	Ризик оцінюють за трьома напрямками: реалістичність передумов, покладених в основу вибору стратегічної альтернативи; негативні наслідки, до яких може призвести невдала обрана стратегічна альтернатива; виправданість можливого позитивного результату ризиком втрат від провалу в реалізації стратегічної альтернативи.

Стратегічні напрями інвестиційної діяльності підприємства обирає керівництво на основі аналізу чинників, які характеризують стан підприємства, а також відповідають характеру і сутності загальної стратегії, що реалізується або буде впроваджуватись.

Розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності підприємства базується на системі цілей цієї діяльності та вивченні дії ключових чинників, які, обираючи стратегічний напрям інвестиційної діяльності підприємства, необхідно враховувати в першу чергу (рис. 2.13).



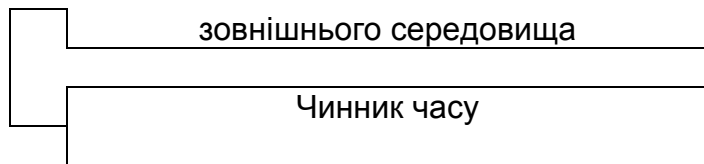


Рис. 2.13. Чинники, які впливають на формування напрямків інвестиційної стратегії підприємства

Цілі підприємства визначають унікальність та оригінальність вибору інвестиційної стратегії. У цілях відображено, чого прагне підприємство. Якщо, наприклад, інтенсивний розвиток підприємства не є метою, то, відповідно, не може бути обрана і інтенсивна інвестиційна стратегія.

Вплив ключових чинників на формування напрямків інвестиційної стратегії підприємства зводиться до такого.

1. Стан галузі й позиція на ній підприємства. Провідні підприємства мають прагнути максимально використати можливості, створені завдяки їх лідируючій позиції, і закріпити такі позиції. Підприємства-лідери залежно від стану галузі мають обирати різні стратегії зростання. Наприклад, якщо галузь занепадає, треба робити ставку на стратегію диференціації, якщо галузь розвивається – обирати стратегію концентрованого чи інтегрованого зростання.

Слабкі підприємства мають поводитись інакше й обирати стратегії, які сприятимуть посиленню їх позицій на ринку. Якщо таких стратегій немає, слабкі підприємства мають залишити цю галузь. Наприклад, якщо спроби закріпитись у галузі, що швидко розвивається, за допомогою стратегій концентрованого зростання не приведуть до бажаного стану, підприємство має реалізувати одну зі стратегій скорочення.

2. Інтереси і ставлення вищого керівництва відіграють значну роль у виборі інвестиційної стратегії. Керівництво може бути схильним до ризику або, навпаки, уникати ризиків, і таке ставлення може бути вирішальним у виборі інвестиційної стратегії. Особисті симпатії чи антипатії керівництва також можуть досить сильно впливати на вибір такої стратегії. Наприклад, підприємство може взяти курс на диверсифікацію діяльності або поглинання іншого підприємства лише через особисті стосунки або з метою доведення певним особам власної переваги.

3. Кваліфікація персоналу є також досить сильним обмежувальним чинником при виборі стратегії. Без кваліфікованого персоналу керівництво не може обирати таку інвестиційну стратегію, яка потребує глибоких знань і високої кваліфікації її виконавців.

4. Зобов'язання підприємства щодо попередніх інвестиційних стратегій створюють певну інерційність розвитку. Неможливо повністю відмовитись від усіх попередніх зобов'язань у зв'язку з обранням нових інвестиційних стратегій. Тому, вибираючи нові стратегії, необхідно враховувати, що певний час ще діятимуть зобов'язання попередніх років, які, відповідно, стримуватимуть і дещо змінюватимуть можливості реалізації нових стратегій.

5. Ступінь залежності від зовнішнього середовища істотно впливає на вибір інвестиційної стратегії. Іноді виникають ситуації, коли підприємство є залежним від кредиторів, і тому не може вибирати інвестиційну стратегію, виходячи лише з можливостей найповнішого використання власного потенціалу.

6. Чинник часу потрібно обов'язково враховувати при виборі інвестиційної стратегії. Підприємство може реалізувати таку стратегію лише в ті моменти й строки, коли з'являється для цього можливість.

При розробці стратегічних напрямків інвестиційної діяльності підприємства вирішуються такі задачі (рис.2.14):

Завдання розробки стратегічних напрямків інвестиційної діяльності	Визначення співвідношення різноманітних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду
	Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності.
	Визначення регіональної спрямованості інвестиційної діяльності.

Рис. 2.14. Завдання, що вирішуються при розробці стратегічних напрямків інвестиційної діяльності

Визначення співвідношення різноманітних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду пов'язано, насамперед, із функціональною спрямованістю діяльності підприємства. Інституціональні інвестори здійснюють свою інвестиційну діяльність переважно на фондовому ринку і, отже, основною формою їхнього довгострокового інвестування будуть фінансові інструменти (акції, облігації і т.ін.).

У підприємств, що здійснюють виробничу діяльність, переважною формою інвестування будуть реальні вкладення (капітальні вкладення, трансфертні інвестиції і т.ін.). Їхні фінансові інвестиції пов'язані, як правило, із короткостроковими вкладеннями тимчасово вільних коштів.

Співвідношення різноманітних форм інвестування в тривалій перспективі істотно коливається в залежності від стадій життєвого циклу підприємства.

Певний вплив на співвідношення різноманітних форм інвестування надають розміри підприємства: інвестиційна діяльність невеличких і середніх за розміром підприємств у більшій мірі пов'язана з реальними інвестиціями.

І, нарешті, деякий вплив на співвідношення реальних і фінансових інвестицій надає загальний стан економіки, що визначає кон'юнктуру окремих сегментів інвестиційного ринку. В умовах нестабільного розвитку економіки, інфляції, постійних змін податкової політики ефективність реального інвестування істотно знижується при одночасному зростанні інвестиційних ризиків.

Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності – найбільше складне завдання розробки інвестиційної стратегії. Здійснюється це завдання в декілька етапів (рис. 2.15).

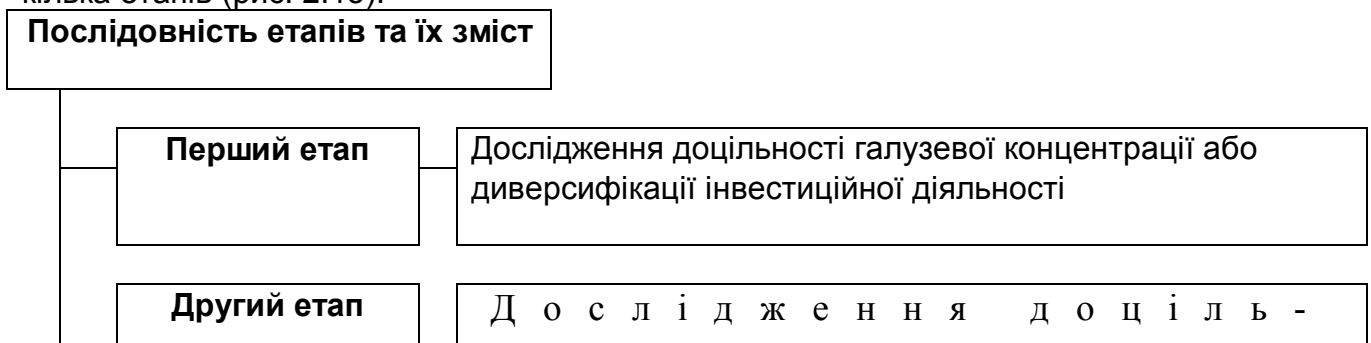




Рис. 2.15. Послідовність визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності

Як правило, початкові етапи діяльності підприємства пов'язані з концентрацією його на одній галузі, найбільше знайомій інвесторам. Яскравим прикладом цього є виробництво окремих видів наукомісткої продукції (комп'ютерна техніка, комп'ютерні програми і т.ін.) або продукції, що задовольняє нові потреби великого кола споживачів. Слід зазначити, проте, що серед інвесторів, що використовують цю стратегію, найбільше число банкрутств. Це пов'язано з тим, що концентрація зумовлює більш високий рівень інвестиційного ризику, чим можуть дозволити собі багато інвесторів.

Диверсифікація інвестиційної діяльності підприємства в рамках певної групи галузей пов'язана з формуванням так названих стратегічних зон господарювання. **Стратегічна зона господарювання** являє собою самостійний господарський сегмент у рамках підприємства, що здійснює свою діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю споживчого попиту, використовуваної сировини або технології. Водночас, така стратегія інвестиційної діяльності не позбавлена певних недоліків. Основний із них полягає в тому, що суміжні галузі в рамках певної їхньої групи мають, як правило, аналогічний у часу галузевий життєвий цикл, що посилює інвестиційний ризик, особливо в традиційних галузях економіки.

Необхідність використання різноманітних форм диверсифікації інвестиційної діяльності в розрізі різноманітних, не пов'язаних між собою груп галузей, визначається тим, що для багатьох підприємств, особливо значних і середніх, що здійснюють свою діяльність протягом тривалого періоду, традиційно обрані галузі (окремі або в рамках певних груп), стримують темпи перспективного розвитку, одержання високої віддачі від інвестицій, а іноді викликають стратегічну уразливість у конкурентній боротьбі. Забезпечити нові можливості розвитку для таких підприємств може інвестування в інші альтернативні групи галузей.

Визначення регіональної спрямованості інвестиційної діяльності пов'язано при розробці інвестиційної стратегії підприємства з двома основними умовами.

Першою є розмір підприємства. Для невеличких і більшості середніх підприємств можливості регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності обмежені в силу нестачі інвестиційних ресурсів.

Друга умова – тривалість функціонування підприємства. На перших стадіях його життєвого циклу господарська й інвестиційна діяльність зосереджується, як правило, в одному регіоні, і лише по мірі розвитку підприємства виникає потреба в регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності.

Розроблені стратегічні напрямки інвестиційної діяльності потім диференціюються

по певних періодах їхньої реалізації.

У процесі формування інвестиційної стратегії має бути розроблена **інвестиційна політика** по основних аспектах інвестиційної діяльності на окремих етапах її здійснення. Така політика може визначатись через здійснення реальних інвестицій, фінансових інвестицій, формування інвестиційних ресурсів тощо. Слід звернути увагу на те, що згідно з принциповими підходами до формування інвестиційної політики вона характеризується трьома типами - агресивним, помірним (або компромісним), консервативним.

Конкретизація інвестиційної стратегії по періодах її реалізації передбачає встановлення послідовності і строків досягнення окремих цілей і стратегічних задач. У процесі цієї конкретизації забезпечується зовнішня і внутрішня синхронізація в часу.

Зовнішня синхронізація передбачає узгодження в часу реалізації інвестиційної стратегії із загальною стратегією економічного розвитку підприємства, а також із прогнозованими змінами кон'юнктури інвестиційного ринку.

Внутрішня синхронізація передбачає узгодження в часу реалізації окремих напрямків інвестування між собою, а також із формуванням необхідних для цього інвестиційних ресурсів.

Оцінка розробленої інвестиційної стратегії підприємства здійснюється на основі таких критеріїв:

узгодженість інвестиційної стратегії із загальною стратегією економічного розвитку підприємства ;

внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії, що визначає, наскільки узгоджені між собою окремі стратегічні цілі і напрямки інвестиційної діяльності;

узгодженість інвестиційної стратегії із зовнішнім середовищем (зміни економічного розвитку й інвестиційного клімату країни, а також кон'юнктури інвестиційного ринку);

реалізуємість інвестиційної стратегії з урахуванням наявного ресурсного потенціалу;

прийнятність рівня ризику, пов'язаного з реалізацією інвестиційної стратегії;

результативність інвестиційної стратегії.

3. Визначення стратегічних напрямків формування інвестиційних ресурсів підприємства.

Всі напрямки і форми інвестиційної діяльності підприємства здійснюються за рахунок сформованих інвестиційних ресурсів.

Інвестиційні ресурси ставлять собою усі види грошових і інших активів, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування.

Формування інвестиційних ресурсів є важливою складовою не тільки інвестиційної, але і фінансової стратегії підприємства. Інвестиційні ресурси покликані забезпечити безперебійну інвестиційну діяльність у передбачених обсягах, найбільше ефективно використання власних фінансових коштів, що спрямовуються на ці цілі, фінансову стійкість підприємства в довгостроковій перспективі.

Формування інвестиційних ресурсів підприємства здійснюється по окремих етапах, поданих на рис.2.16.

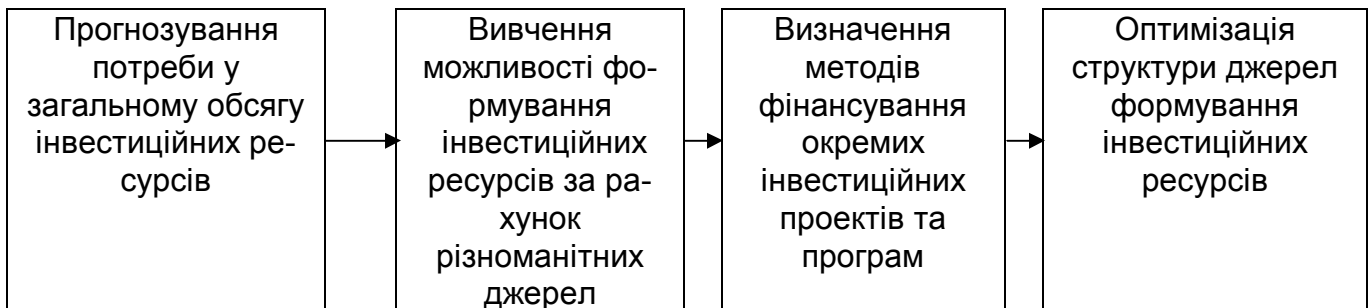


Рис. 2.16. Послідовність формування інвестиційних ресурсів підприємства

Методичні підходи до формування інвестиційних ресурсів істотно розрізняються в залежності від об'єктів інвестування – реальних або фінансових.

Якщо інвестиційна стратегія підприємства зосереджена на реальних об'єктах інвестування, то інвестиційні ресурси будуть спрямовані на впровадження інновацій (у техніці та технологіях, нових конструкційних матеріалів, нових товарів), на підтримку та підвищення технічного рівня виробництва, на розширення виробництва тощо.

Якщо інвестиційна стратегія підприємства зосереджена на фінансових об'єктах інвестування, то інвестиційні ресурси будуть спрямовані на формування портфеля цінних паперів.

Формування портфелів цінних паперів буде розглянуто окремо, тому основну увагу приділимо формуванню інвестиційних ресурсів на підприємствах, що здійснюють реальну виробничу діяльність.

Прогнозування потреби в інвестиційних ресурсів для реального інвестування здійснюється у певній послідовності.

Обсяг фінансових коштів для реального інвестування, що визначається на першій стадії формування інвестиційних ресурсів підприємства (див. рис. 2.16), передбачається спрямувати на нове будівництво, на придбання підприємств, на розширення виробництва тощо.

Вартість будівництва нових об'єктів можна визначити за допомогою декількох способів.

Перший спосіб передбачає використання фактичних даних про капітальні вкладення на будівництво аналогічних об'єктів (з урахуванням чинника інфляції).

Другий спосіб передбачає використання питомих капітальних вкладень на одиницю потужності (один виріб, одна кіловат-година, одна тонна тощо). В такий спосіб за-

гальна потреба у капітальних вкладеннях розраховується по такій формулі:

$$KB_n = \Pi \times \Pi_{\text{кв}} + I, \quad (2.1)$$

де KB_n - потреба в інвестиційних ресурсах для будівництва нового об'єкта (капітальні вкладення);

Π - потужність об'єкта, що передбачається, у відповідних виробничих або будівельних одиницях (кв.м; куб.м и т.ін.);

$\Pi_{\text{кв}}$ - середня сума будівельних витрат на одиницю потужності об'єктів даного профілю;

I - інші витрати, пов'язані з будівництвом об'єкта.

І перший, і другий способи визначення вартості будівництва нових об'єктів можна застосовувати за наявності певних умов.

Перший спосіб – використання фактичних даних про капітальні вкладення на будівництво аналогічних об'єктів – може застосовуватися, якщо в галузі, до якої належить підприємство, ведеться інтенсивне будівництво, а дані про витрати є доступними. Доступність даних про фактичні витрати на капітальне будівництво аналогічних об'єктів за умов високого рівня конкуренції є обмеженою.

ДРУГИЙ СПОСІБ – ВИКОРИСТАННЯ ПИТОМИХ КАПІТАЛЬНИХ ВКЛАДЕНЬ НА ОДИНИЦЮ ПОТУЖНОСТІ – МОЖЛИВО ВИКОРИСТОВУВАТИ ПРИ НАЯВНОСТІ ЦИХ ПИТОМИХ КАПІТАЛЬНИХ ВКЛАДЕНЬ. ПИТОМІ КАПІТАЛЬНІ ВКЛАДЕННЯ МОЖЛИВО ОТРИМАТИ АБО ПО ДАНИХ ВСЕ ТИХ ЖЕ ФАКТИЧНИХ ВИТРАТ НА КАПІТАЛЬНЕ БУДІВНИЦТВО, АБО РОЗРАХУНКОВИМ СПОСОБОМ, ЩО ПІД СИЛУ ТІЛЬКИ ВЕЛИКИМ ПІДПРИЄМСТВАМ, У СТРУКТУРІ ЯКИХ Є ВІДПОВІДНІ ПІДРОЗДІЛИ.

І перший, і другий способи визначення вартості будівництва нових об'єктів можна застосовувати за таких умов:

стабільність цін на матеріали, техніку, проектно-конструкторські роботи та консалтингові послуги;

рівень інфляції, що знаходиться у нормальних межах;

високий науковий рівень інвестиційної діяльності у відповідній галузі;

доступність відповідних даних.

У сучасних умовах діяльності українських підприємств, що здійснюють виробничу діяльність, присутні далеко не всі зазначені умови. Тому для них більш придатним є третій спосіб визначення вартості будівництва нових об'єктів, за яким складається кошторис витрат на нове будівництво.

Кошторис витрат на будівництво нових об'єктів складається на підставі відповідних розрахунків. Оскільки мова йде про прогнозування потреби в інвестиційних ресурсів для реального інвестування, то й обсяг необхідних фінансових ресурсів визначається на підставі укрупнених розрахунків.

При складанні кошторису будівництва нових об'єктів враховуються такі напрямки витрат:

на проектні роботи та консалтингові послуги;

на відведення землі;

на будівельно-монтажні роботи;

на придбання обладнання;

на монтажні роботи.

Кожний напрямок передбачає витрати на матеріальні ресурси, на виплату заробітної плати, на різноманітні відрахування (наприклад, опосередковані податки), на оплату послуг відповідних організацій (наприклад, проектно-конструкторських).

Вартість нового будівництва складає лише частку потреби в інвестиційних ресурсах, що зв'язані із введенням нових об'єктів. Поряд із вартістю будівельних робіт, вартістю обладнання, машин та механізмів, необхідно передбачити вкладення в оборотні кошти, без яких випуск продукції, виконання робіт та надання послуг неможливі.

Вартість обігового капіталу підприємства можна визначити або розрахунковим способом, шляхом складання відповідного кошторису, або у відсотках до величини інвестиційних ресурсах для будівництва нового об'єкта.

При трансфертних інвестиціях вартість придбання діючого підприємства може бути визначена на основі його оцінки такими методами:

на основі чистої балансової вартості;

на основі прибутку;

на основі ринкової вартості.

Оцінка підприємства на основі чистої балансової вартості заснована на вирахованні з загальної балансової вартості активів підприємства суми його зобов'язань:

$$B_6 = 3B + H_{MA} + 3 + \Phi P + KB + NB, \quad (2.2)$$

де B_6 – чиста балансова вартість підприємства;

$3B$ – залишкова вартість основних засобів підприємства;

H_{MA} – сума нематеріальних активів;

3 – запаси матеріальних оборотних засобів;

Φ – сума усіх форм фінансових ресурсів підприємства за мінусом заборгованості;

KB – капітальні вкладення (інвестиції в реальні об'єкти);

NB – незавершене будівництво.

Оцінка підприємства на основі прибутку заснована на визначенні реальної суми середньорічного прибутку за ряд останнього років (або очікуваної суми прибутку) і середньої норми рентабельності інвестицій:

$$C_n = \frac{P_c}{H_p}, \quad (13) \text{ де } C_n \text{ – вартість підприємства на основі прибутку;}$$

P_c – середньорічна сума реального прибутку;

H_p – середня рентабельність інвестицій (у долях одиниці).

Оцінка підприємства на основі ринкової вартості засновується на використанні даних про продаж аналогічних підприємств.

Після прогнозування потреби в інвестиційних ресурсів для реального інвестування вивчаються **можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різноманітних джерел**.

При визначенні методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів розраховуються пропорції в структурі джерел інвестиційних ресурсів. При формуванні інвестиційних ресурсів розглядаються звичайно п'ять основних методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів (табл. 2.4). З урахуванням перерахованих у таблиці методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів визначаються пропорції в структурі джерел інвестиційних ресурсів. Для розрахунків може бути використана така форма (табл. 2.5).

Таблиця 2.4

Характеристика основних методів фінансування інвестиційних програм і проектів

Основні методи фінансування інвестиційних програм і проектів
--

Повне само-фінансування	Акціонування	Кредитне фінансування	Лізинг і селенг	Змішане фінансування
Здійснення фінансування винятково за рахунок власних (або внутрішніх) джерел. Використовується для реалізації невеликих реальних інвестиційних проектів, а також для фінансових інвестицій.	Використовується для реалізації великомасштабних реальних інвестицій при галузевій або регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності	Використовується при інвестуванні у швидко-реалізуємі реальні об'єкти з високою нормою прибутковості	Використовується при нестачі власних фінансових коштів для реального інвестування, а також при інвестиціях у реальні проекти з невеличким періодом експлуатації або високого ступеня змінюваності технології.	Грунтується на різноманітних комбінаціях перших чотирьох методів і може бути використане для усіх форм і видів інвестування.

Таблиця 2.5
Форма розрахунку структури джерел інвестиційних ресурсів на перспективний період

Найменування інвестиційних проектів і програм, що передбачаються до реалізації в перспективному періоді	Обраний метод фінансування	Загальна потреба в інвестиційних ресурсах	У тому числі		
			власні кошти	залучені кошти	позикові кошти
1.					
2.					
п.					
Разом сума					
Структура в %					

Необхідність оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів – заключного етапу формування інвестиційних ресурсів – обумовлена тим, що розраховане співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел ресурсів може не відповідати вимогам фінансової стратегії підприємства й істотно знижувати його фінансову стійкість. У процесі оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів необхідно враховувати основні особливості кожній із груп джерел фінансування (табл. 2.6).

Головними критеріями оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності є:

забезпечення фінансової стійкості підприємства;

максимізація суми прибутку від інвестиційної діяльності, що залишається в розпорядженні підприємства.

Таблиця 2.6
Особливості джерел фінансування інвестиційних проектів і програм

Джерела фінансування	Позитивні особливості	Недоліки
Власні (внутрішні)	Простота і швидкість залучення. Висока віддача за критерієм норми прибутковості (відсутній позичковий відсоток). Істотне зниження ризику неплатоспроможності і банкрутства. Повне збереження управління в руках адміністрації або власників підприємства.	Обмеженість обсягу залучення. Обмеженість зовнішнього контролю за ефективністю використання.
Зовнішні (позикові і залучені)	Високий обсяг можливого залучення. Збільшений зовнішній контроль за ефективністю використання.	Складність залучення й оформлення. Достатньо тривалий період залучення. Необхідність надання відповідних гарантій. Підвищений ризик банкрутства. Необхідність сплати позичкового відсотка. Часткова втрата управління діяльністю підприємства.

Інвестиційна стратегія підприємства конкретизується в процесі тактичного управління інвестиційною діяльністю шляхом формування інвестиційного портфеля підприємства.

Лекція 4 “Характеристики інвестиційної діяльності” (4 години)

1. Інвестиційний портфель підприємства

Інвестиційний портфель ставить собою цілеспрямовано сформовану сукупність об'єктів реального і фінансового інвестування, призначених для реалізації відповідно до розробленої інвестиційної стратегії підприємства.

Головною метою формування інвестиційного портфеля є реалізація інвестиційної стратегії підприємства, що досягається шляхом відбору найбільш ефективних та безпечних інвестиційних проектів на підставі побудови системи конкретних цілей (рис. 2.17).

Високі темпи зростання капіталу дозволять забезпечити ефективну діяльність підприємства в довгостроковій перспективі.

Забезпечення високих темпів зростання прибутку дозволить підтримати постійну платоспроможність підприємства, особливо якщо при здійсненні інвестиційної діяльності використовуються позикові кошти.

Окремі інвестиційні проекти, особливо ті, що забезпечують високі темпи зростання прибутку, можуть мати високий рівень ризиків. Проте в рамках інвестиційного порт-

феля в цілому цей рівень повинний мінімізуватися в розрізі окремих напрямків інвестиційної діяльності. У процесі мінімізації загального рівня ризиків по інвестиційному портфелю основну увагу слід приділяти мінімізації ризику втрати капіталу, а лише потім – мінімізації ризику втрати прибутків. Крім того, ризик по інвестиційному портфелю повинний бути контрольованим.

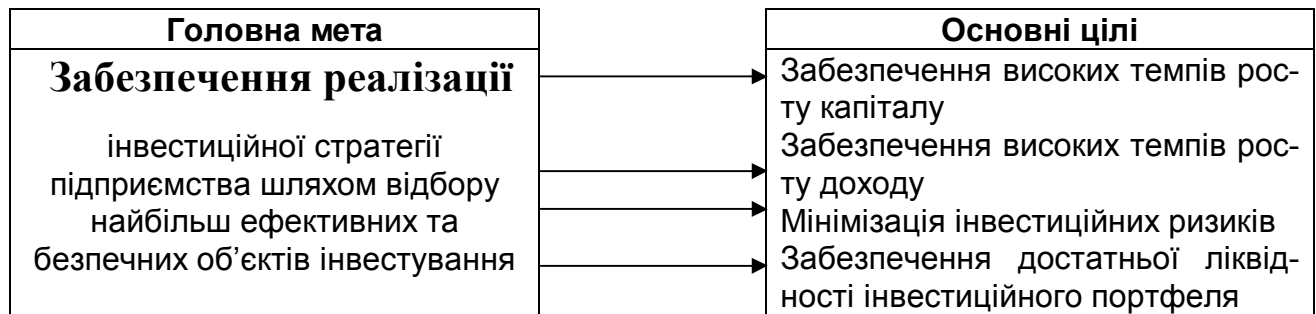


Рис. 2.17. Система цілей формування інвестиційного портфеля підприємства

Рівень ліквідності інвестиційного портфеля не слід плутати з поняттям ліквідності активів діючих підприємств. Ліквідність інвестиційного портфеля означає, що певна частина портфеля інвестицій повинна носити високоліквідний характер. Частіше усього – це інвестиції у високоліквідні цінні папери. Ліквідність інвестиційного портфеля забезпечує можливість швидкого реінвестування коштів у більш вигідні проекти

Розглянуті цілі формування інвестиційного портфеля в значній мірі альтернативні. Забезпечення високих темпів зростання капіталу деякою мірою досягається за рахунок зниження рівня поточної прибутковості інвестиційного портфеля. Зростання капіталу і зростання доходів знаходяться в прямій залежності від рівня інвестиційних ризиків. Забезпечення достатньої ліквідності може перешкоджати включенню в портфель високоприбуткових інвестиційних проектів. З огляду на альтернативність цілей формування інвестиційного проекту кожний інвестор повинний самий визначати їхні пріоритети на тому або іншому етапі інвестиційної діяльності.

При формуванні інвестиційного портфеля кожне підприємство може встановити прийнятні для нього свого роду нормативні значення мінімальних темпів зростання капіталу, мінімального рівня поточної прибутковості, максимального рівня інвестиційного ризику.

Розходження пріоритетних цілей формуємих інвестиційних портфелів, видів об'єктів інвестування, що включаються в нього, та інших умов визначають різноманіття портфелів, яке типізуються по видах, пріоритетних цілях інвестування, досягнутою відповідністю цілям інвестування (рис. 2.18).



Портфель інших об'єктів інвестування

Консервативний портфель

Незбалансований портфель

Рис. 2.18. Основні типи інвестиційних портфель, що формуються підприємствами

Типізація інвестиційних портфель по видах пов'язана із спрямованістю й обсягом інвестиційної діяльності підприємства.

Портфель капітальних інвестицій ставить собою сукупність реальних інвестиційних проектів і формується, як правило, підприємствами, що здійснюють виробничу діяльність, для свого розвитку.

Портфель цінних паперів формується, як правило, інституціональними інвесторами, такими як інвестиційні фонди, трастові фірми і т.ін.

Портфель інших об'єктів інвестування звичайно доповнює інвестиційний портфель окремих підприємств. До таких портфель належать, наприклад, валютний, депозитний і т.ін.

Типізація інвестиційних портфель по пріоритетних цілях інвестування пов'язана із реалізацією інвестиційної стратегії підприємства і деякою мірою із професійним світоглядом його керівництва й інвестиційних менеджерів. Так, консервативний портфель формується в основному за рахунок об'єктів інвестування із середнім (а іноді і мінімальним) ризиком. Відповідно, темпи зростання прибутку і капіталу по таких об'єктах інвестування значно нижче.

Типізація інвестиційних портфель по досягнутій відповідності цілям інвестування пов'язана із процесом реалізації цілей їхнього формування. Збалансований портфель характеризується повною реалізацією цілей його формування шляхом відбору інвестиційних проектів, що найбільше повно таким цілям відповідають.

Незбалансований портфель характеризується невідповідністю його складу поставленим при формуванні портфеля цілям. Різновидом незбалансованого портфеля є розбалансований портфель, який ставить собою портфель, що був збалансований раніше, але в зв'язку з істотною зміною зовнішніх умов інвестиційної діяльності (наприклад, істотною затримкою реалізації окремих інвестиційних проектів) такий портфель вже не задовольняє інвестора

Формування інвестиційного портфеля підприємства базується на певних принципах. Вони приведені на рис. 2.19.

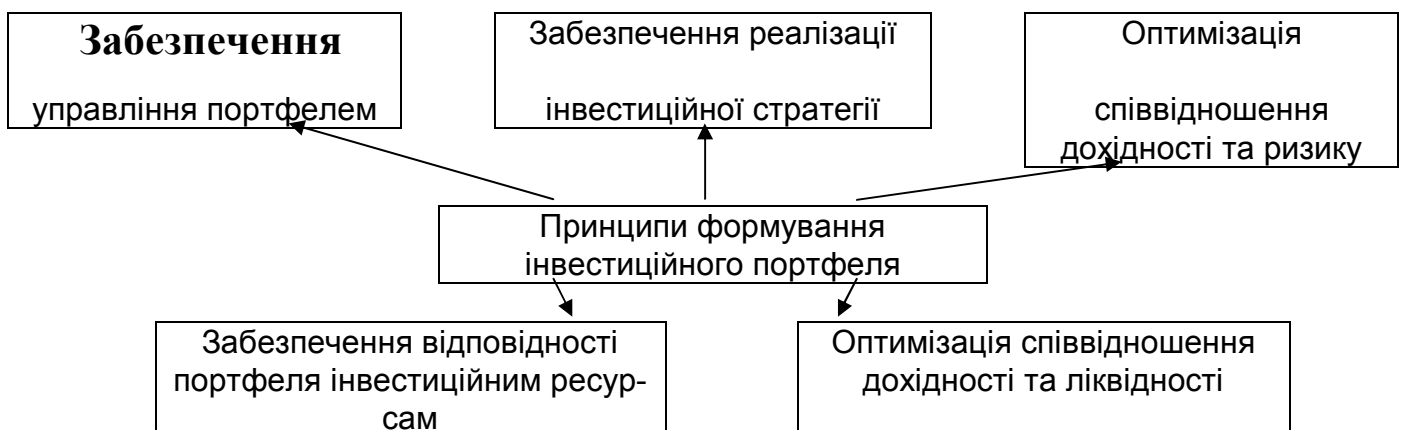


Рис. 2.19. Основні принципи формування інвестиційного портфеля підприємства

Особливості формування й оцінки інвестиційного портфеля капітальних інвестицій (портфеля реальних інвестиційних проектів).

Капітальні інвестиції передбачають придбання устаткування, розширення виробничих можливостей або будь-які інші витрати, які безпосередньо зв'язані з підвищенням здатності підприємства досягати своїх стратегічних або оперативних (тактичних) цілей.

Інвестиційний портфель капітальних інвестицій (портфель реальних інвестицій) ставить собою сукупність інвестиційних проектів, які передбачають підтримку (просто відтворення) або збільшення (розширене відтворення) капіталу підприємства з метою досягнення цілей інвестиційної стратегії підприємства.

Формування інвестиційного портфеля капітальних інвестицій є необхідним для підприємства, якщо на підприємстві розроблено інвестиційну стратегію, якщо підприємство передбачає здійснювати інвестиційну діяльність, яка у незначному масштабі необхідна навіть тоді, коли стратегічною ціллю підприємства на найближчий час є виживання. Інша справа – величина та склад портфеля.

Якщо на підприємстві за розробленою інвестиційною стратегією передбачаються суттєві зміни його виробничої бази, організаційно-технічного рівня, значне підвищення якості або дизайну продукції, то інвестиційний портфель капітальних інвестицій буде значним.

Якщо інвестиційна стратегія підприємства є скромною, то тоді невеличким за обсягом та нескладним за структурою буде і інвестиційний портфель капітальних інвестицій.

Інвестиційний портфель капітальних інвестицій (портфель реальних інвестицій), що формується підприємствами, має ряд особливостей, які відрізняють його від портфелів інших об'єктів інвестування, скажемо, фінансових. Ці особливості зводяться до такого:

портфель передбачає значні фінансові витрати;

віддача від інвестицій може бути отримана протягом декількох років у майбутньому;

в оцінці результатів капітальних інвестицій обов'язково присутні елементи ризику та невизначеності.

Процес формування інвестиційного портфеля капітальних інвестицій (портфеля реальних інвестицій) проходить такі етапи (рис.2.20).

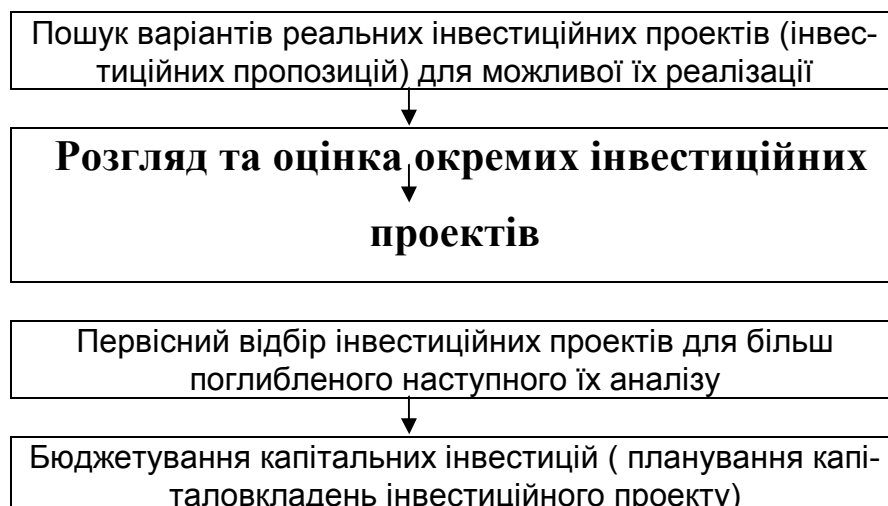




Рис 2.20. Основні етапи формування інвестиційного портфеля капітальних інвестицій

Пошук варіантів реальних інвестиційних проектів – це відправна точка формування інвестиційного портфеля капітальних інвестицій. Його вважають спусковим гачком для капіталовкладень. Хоча більшість теорій інвестування вважає, що інвестиційні проекти вже існують і просто чекають свого здійснення, на практиці кожний інвестиційний проект повинний бути ідентифікований та ретельно розроблений. Добробут підприємства залежить не стільки від його здатностей знаходити вигідні інвестиційні проекти, скільки від уміння створювати їх.

Пошук варіантів реальних інвестиційних проектів для можливої їхньої реалізації здійснюється підприємством поза залежністю від наявності вільних інвестиційних ресурсів, стану інвестиційного ринку і т.ін. Несприятливі зовнішні і внутрішні чинники інвестиційної діяльності не повинні перешкоджати пошуку і розгляду нових проектів. Банк залучених до опрацювання інвестиційних проектів завжди повинний значно перевищувати їхню кількість, що передбачається до реалізації. Чим активніше підприємством організований пошук варіантів реальних інвестиційних проектів, тим більше в нього шансів сформувати інвестиційний портфель капітальних інвестицій.

Для створення сприятливих умов для пошуку потенційних інвестиційних проектів на підприємстві необхідні певні заходи, але описати їх дуже складно. Можливо, головне – це створити таку атмосферу, в якій співробітники підприємства можуть вільно виражати то розвивати свої інвестиційні ідеї. Цього можна досягти, якщо дозволити висувати “сирі”, недоопрацьовані ідеї та виділяти кошти на подальші дослідження і розробку тих проектів, які мають найбільш перспективний вид.

Розгляд і оцінка окремих інвестиційних проектів має на меті підготувати необхідну інформаційну базу для прийняття інвестиційного рішення – рішення про капіталовкладення, для наступного планування капіталовкладень по проекту (програмі) тощо. Яка ж інформація необхідна для прийняття інвестиційного рішення? Найбільш коротка відповідь така: уся, будь-яка інформація, що змінюється за результатом прийняття інвестиційного рішення, буде необхідною для оцінки життєспроможності проекту.

Ось деякі приклади необхідної інформації:

- витрати на покупку та впровадження основного капіталу;
- зміни у витратах та прибутках;
- необхідне збільшення оборотного капіталу.

З’ясувати це набагато складніше, ніж може видаватися на перший погляд. **Наприклад**, покупка основних засобів – це тільки один (найбільш очевидний) компонент первісних витрат. Інші витрати можуть містити установку обладнання, податки, навчання персоналу, невиробничі витрати (скажемо, оплата простоїв персоналу), витра-

ти на впровадження у виробничий цикл.

Хто ж приймає інвестиційні рішення, хто бере участь у розгляді та оцінці окремих інвестиційних проектів?

Відповідь на це запитання неоднозначна. Коло осіб, що беруть участь у розгляді та оцінці окремих інвестиційних проектів, достатньо широкий. Чим більше інформації потребується для прийняття інвестиційного рішення, тим більше осіб утягнуто до цього процесу.

Ні одне інвестиційне рішення не буде прийнято без участі:

інвестиційного менеджера;

бухгалтера (фінансового менеджера);

менеджерів з виробництва, постачання та збуту;

інженерів;

директора підприємства або голови правління (для акціонерних товариств), реальних власників підприємства.

Інвестиційні рішення повинні бути комплексними. Вони вимагають спільної праці багатьох осіб з різною кваліфікацією та поглядами на інвестиційну діяльність підприємства. Первісна оцінка інвестиційного проекту може суттєвим чином вплинути на прийняття рішення щодо його включення в інвестиційний портфель. Розгляд і оцінка окремих інвестиційних проектів базуються на якісній оцінці основних питань, що стосуються життєспроможності проекту. Наприклад, проект, який є абсолютно нерентабельним, або його фізично неможливо здійснити, або він не узгоджується із стратегічними цілями підприємства, скоріш за все буде відкинутий до того, як будуть витрачені додаткові кошти на його подальше формулювання та фінансову оцінку. Після того, як інвестиційна пропозиція чітко сформульована, відповідає вимогам життєспроможності та здійснюваності, вона піддається більш суворій перевірці на наступному етапі формування портфеля реальних інвестиційних проектів. **Первісний відбір інвестиційних проектів для більш поглибленого наступного їхнього аналізу** здійснюється з використанням різноманітних методів, які відрізняються різним ступенем складності. Саме на цій стадії формується первісне рішення щодо вкладення коштів у проект.

У первісному відборі інвестиційних проектів для більш поглибленого наступного їхнього аналізу необхідно визначити зв'язок між прийнятим рішенням та витратами (вигодами), що можуть виникнути у теперішньому або майбутньому. Для того, щоб зрозуміти, які витрати та доходи мають відношення до прийняття того чи іншого інвестиційного рішення, достатньо відповісти на запитання: чи зміняться ці витрати та доходи у результаті прийнятого інвестиційного рішення? Певна річ, на практиці не завжди просто визначити всі чинники, які необхідні для прийняття рішень про капітальні вкладення. Величина майбутніх витрат та доходів можуть бути невизначеними, а також важко буде угадати, що трапиться, якщо проект так і не буде здійснений.

У первісному відборі інвестиційних проектів для більш поглибленого наступного їхнього аналізу здійснюється також аналіз системи показників проекту, який передуює фінансовому аналізу інвестиційних проектів. Стандартний перелік таких показників представлено у табл. 2.7.

Таблиця 2.7

Стандартні показники та їх характеристики, що використовуються у первісному відборі інвестиційних проектів

	відповідає цілком	Частково відповідає	не відповідає	
Відповідність інвестиційного проекту стратегії ді-				

яльності				
Характеристика галузі, в якій реалізується інвестиційний проект	галузь, що розвивається з державною підтримкою	Стабільна галузь з високим попитом на продукцію	галузь на спаді із попитом на продукцію, що знижується	
Характеристика регіону, в якому реалізується інвестиційний проект	зарубіжні країни із сприятливим інвестиційним кліматом	вільні економічні зони України	регіони із високим рівнем інвестиційної привабливості	регіони з низьким рівнем інвестиційної привабливості
Забезпеченість будівництва та експлуатації об'єкта основними видами сировини, матеріалів та енергетичними ресурсами	необхідні ресурси повністю виробляються у регіоні	необхідні ресурси виробляються в інших регіонах України	необхідні ресурси в основному імпортуються з інших країн	
Ступень розробленості інвестиційного проекту	наявність індивідуальної проектної документації та кошторису витрат	наявність типової проектної документації та кошторису витрат	наявність проекту наміру з основними фінансово-економічними показниками	
Потрібний обсяг інвестицій для реалізації проекту				
Термін реалізації інвестицій до початку експлуатації об'єкта	до 1 року	до 1 до 2 років	до 2 до 3 років	понад 3 років
Проектований період окупності інвестицій (по чистій поточній вартості проекту)	до 1 року	до 1 до 2 років	до 2 до 3 років	понад 3 років
Джерела фінансування проекту	власні	власні та залучені	власні по позикові	позикові
Рівень ризику своєчасної реалізації проекту та виходу на розрахункову ефективність	мінімальний	середній	високий	

Первісну оцінку інвестиційних проектів за допомогою приведеної системи стандартних показників доцільно проводити по спеціально розробленій бальній шкалі, що передбачає окремі характеристики кожного показника. При цьому варто врахувати, що кожний показник грає різну роль у прийнятті інвестиційних рішень. А якщо так, то необхідно диференціювати значимість окремих показників у загальній системі оцінки. У табл. 2.8 приведений один із варіантів значимості окремих показників у загальній системі оцінки розглянутих інвестиційних проектів.

З урахуванням значимості окремих показників розробляється шкала оцінки окремих характеристик інвестиційного проекту. При цьому варто врахувати, що оцінка окре-

мих характеристик показника може знаходитися в діапазоні від 0 до загальної значимості показника в сукупній оцінці (тобто максимальна оцінка однієї з характеристик показника не повинна виходити за рамки оцінки його значимості).

З використанням даних табл. 2.8 по сумі балів визначається якість інвестиційного проекту. До пріоритетних належать ті з них, що у процесі попередньої оцінки одержали більш 80 балів; рівень інвестиційної якості проекту вище за середнє приймається в діапазоні від 61 до 80 балів; середній рівень – у діапазоні від 50 до 60 балів; до проектів із низьким рівнем інвестиційної якості належать ті, що у процесі попередньої оцінки набрали менше 50 балів (такі проекти для подальшого розгляду не приймаються).

У процесі **бюджетування капітальних інвестицій** здійснюється найбільш важливий, але і найбільш трудний етап формування інвестиційного портфеля капітальних інвестицій – оцінка коштів, що зв'язані із кожним інвестиційним проектом, що розглядається для включення його у портфель підприємства. Бюджетування капітальних інвестицій докладно розглянуто у наступному параграфі цього розділу.

Таблиця 2.8
Значимість окремих показників у загальній оцінці проекту

Показники проекту	Значимість показників	
	у балах або в %	коефіцієнт
Відповідність інвестиційного проекту стратегії підприємства	3	0,03
Характеристика галузі, у якій реалізується інвестиційний проект	5	0,05
Характеристика регіону, у якому реалізується інвестиційний проект	7	0,07
Забезпеченість будівництва й експлуатації об'єкта основними видами сировини, матеріалів і енергетичними ресурсами	6	0,06
Ступінь розробленості інвестиційного проекту	4	0,04
Потрібний обсяг інвестицій для реалізації проекту	5	0,05
Період здійснення інвестицій до експлуатації проекту	7	0,07
Проектований період окупності інвестицій	40	0,4
Джерела фінансування інвестиційного проекту	8	0,08
Рівень ризику своєчасної реалізації проекту і виходу на розрахункову ефективність	15	0,15
Разом:	100	1,0

На етапі остаточного відбору інвестиційних проектів у портфель по кожному інвестиційному проекту приймається остаточне рішення – включається цей проект до інвестиційного портфеля капітальних інвестицій на поточний період (найчастіше – рік) або цей проект доцільно відкласти на майбутні періоди. На цьому етапі можна виділити 7 поступових кроків (табл. 2.9). В різних ситуаціях кожному з семи кроків може надаватися більше або менше значення, хоча загальноновизнано, що вони є необхідними компонентами процесу прийняття рішення щодо кожного конкретного інвестиційного проекту.

Таблиця 2.9
Послідовність остаточного вибору інвестиційних проектів

Крок	Зміст дій
Заповнення та передача на розгляд стандартної фінансової документації, тобто надання інвестиційном у проекту офіційної форми	<p>Інвестиційний проект має бути оформленим у відповідній формі. Стандарти надання інвестиційного проекту повинні бути на кожному підприємстві. Доцільно виділити “ключові змінні” проекту для того, щоб модель можна було б піддати аналізу чутливості саме по цих чинниках. На основі цих чинників буде здійснюватися моніторинг, якщо проект буде схвалений.</p> <p>Доцільно також встановити терміни, у межах яких пропозиції приймаються до розгляду. Ці терміни, як правило, прив'язуються до строків складання річних бюджетів, коли виявляється загальна потреба у фінансових ресурсах для капіталовкладень.</p>
Класифікація проектів по типах	<p>За допомогою класифікації виділяються ті проекти, які можуть бути схвалені з фінансової точки зору, та ті проекти, що забезпечують певну норму прибутку для того, щоб вважатися прийнятними. Зразкова класифікація проектів має вид:</p> <ul style="list-style-type: none"> заміна існуючих виробничих фондів; розширення виробничих операцій; стратегічні витрати на освоєння нових видів продукції, технологій, зміну позиції на ринку; витрати, не зв'язані із змінами фінансових результатів, наприклад, витрати на екологічну безпеку підприємства або інші витрати, які вимагаються діючим законодавством. <p>Методи та зміст фінансового аналізу інвестиційного проекту залежать від типу проекту</p>
Фінансовий аналіз інвестиційного проекту	<p>В ході фінансового аналізу інвестиційного проекту оцінюються фінансові результати того або іншого капіталовкладення. Але незалежно від виду фінансового аналізу основну увагу зосереджують на оцінці тих аспектів інвестиційного проекту, які можуть бути кількісно виражені в грошовій формі. Але результати фінансового аналізу не є єдиним чинником, що впливає на прийняття рішення щодо інвестиційного проекту. Більш того, зовсім небажано, щоб результати фінансового аналізу витіснили з розгляду всі інші чинники.</p>
Співставлення результатів фінансового аналізу із попередньо встановленими критеріями відбору	<p>Щоб бути прийнятим до реалізації, інвестиційний проект за результатами фінансового аналізу повинен задовольняти або навіть перевищувати встановленими критеріями відбору.</p> <p>Ці критерії можуть варіювати в залежності від типу фінансового аналізу і, відповідно, від типу інвестицій, до яких віднесено проект. Наприклад, проект заміни застарілого устаткування повинний забезпечити 14-% норму прибутку, тоді як новітня експериментальна технологія, яка спрямована на завоювання ринку, може вважатися більш ризиковою і повинна дати не менш 20 % прибутку. Таким чином, критерій прийнятності, що базується на нормі прибутку, висуває менш суворі вимоги до менш ризикованих проектів.</p> <p>Критерії прийнятності визначаються таким чином, щоб враховувати не тільки тип проекту та оцінювати ризик, що пов'язаний з ним, але і вартість капіталу, який потрібний для фінансування проекту, та ступінь важливості цих капіталовкладень для</p>

	підприємства.
Розгляд інвестиційного проекту з точки зору бюджету на поточний рік або майбутній звітний період	На цьому кроку вирішується питання, чи є у наявності достатні кошти для фінансування капіталовкладень. Це питання повинно бути вирішено до того, як буде прийнято остаточне рішення щодо інвестиційного проекту. Бюджетні обмеження можуть виникати як під впливом зовнішніх чинників (нестача у пропозиції грошей, висока вартість залучення коштів тощо), так і внутрішніх чинників (обмеженість управлінських рішень, неохочість керівників підприємства до позичання коштів тощо). Бюджетні обмеження першого виду мають характер жорсткого нормування капіталу, другого виду – м'якого нормування капіталу.
Прийняття рішення щодо схвалення або відмови від інвестиційного проекту	Остаточне рішення щодо долі інвестиційного проекту приймається на різноманітних ієрархічних рівнях підприємства в залежності від типу капіталовкладень, їх ризикованості та обсягів витрат.
Розробка системи моніторингу щодо прийнятого інвестиційного проекту за ходом його реалізації, що дозволяє корегувати процес здійснення капіталовкладень	У разі прийняття інвестиційного проекту до реалізації підприємство має спланувати його здійснення та розробити систему моніторингу. Це звичайно потребує покладення відповідальності за долю проекту на проект-менеджера – особу, що має спеціальні технічні знання про той бік діяльності підприємства, з яким зв'язані капіталовкладення. Інший підхід може міститися у покладенні відповідальності на команду працівників з різних відділів, що мають відношення до проекту. На цьому кроку важно закласти основу для післяінвестиційного контролю, маючи на увазі ключові чинники проекту, на яких цей контроль має бути зосередженим. Якщо вимоги до післяінвестиційного контролю розроблені заздалегідь, то у майбутньому буде значно простіше отримувати інформацію про то, наскільки успішним з'явився той чи інший проект.

Кожний з розглянутих кроків є важливим для розуміння формування інвестиційного портфеля реальних проектів, але на практиці цим крокам може надаватися більше або менше значення в залежності від конкретного підприємства.

Особливості формування й оцінки портфеля цінних паперів.

Інвестиційний портфель цінних паперів являє собою цілеспрямовано сформовану сукупність інструментів, призначених для здійснення фінансового інвестування підприємства згідно з розробленою інвестиційною політикою.

Ефективне формування інвестиційного портфеля цінних паперів базується на принципах і методах сучасної **портфельної теорії**, що являє собою заснований на статистичних методах механізм оптимізації інвестиційного портфеля, який формується згідно з критеріями, заданими співвідношенням рівня його доходності та ризику.

Формування портфеля цінних паперів передбачає такі етапи (рис. 2. 21).

Оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів інвестування



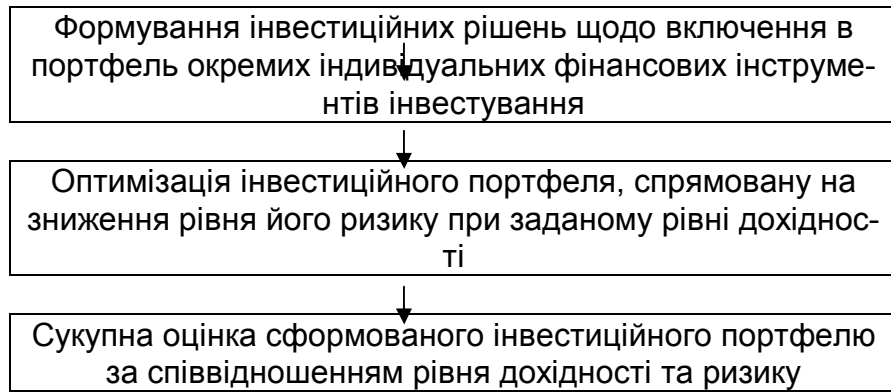


Рис 2.21. Етапи формування портфеля цінних паперів

Формування інвестиційного портфеля цінних паперів передбачає вирішення таких основних завдань (рис. 2.22).

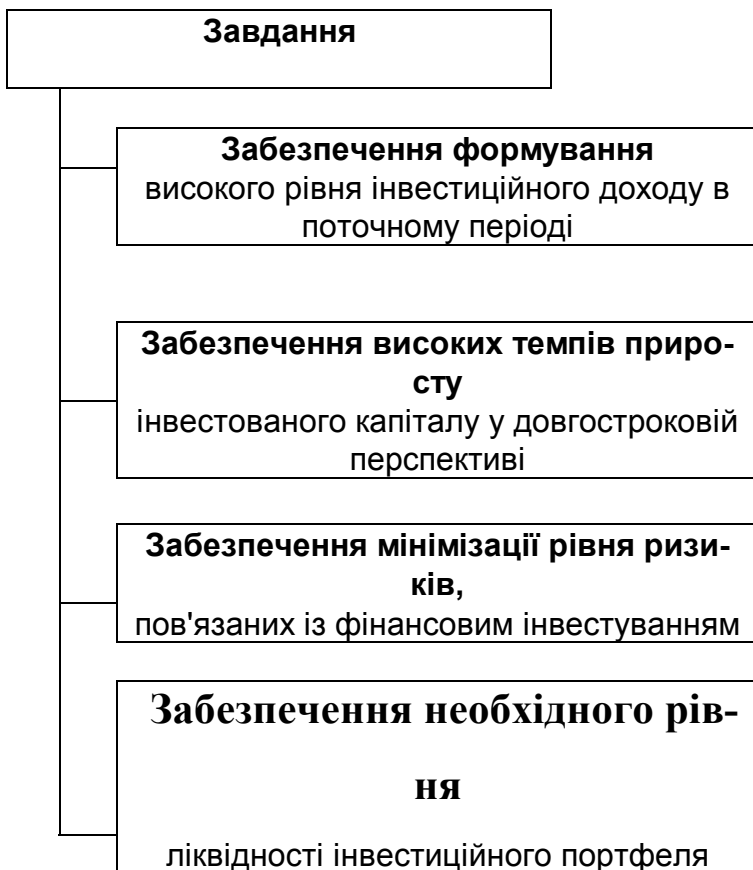


Рис. 2.22. Завдання, що вирішуються при формуванні інвестиційного портфеля цінних паперів

Інвестиційний портфель цінних паперів може бути різним в залежності від сукупності ознак (рис. 2.23).

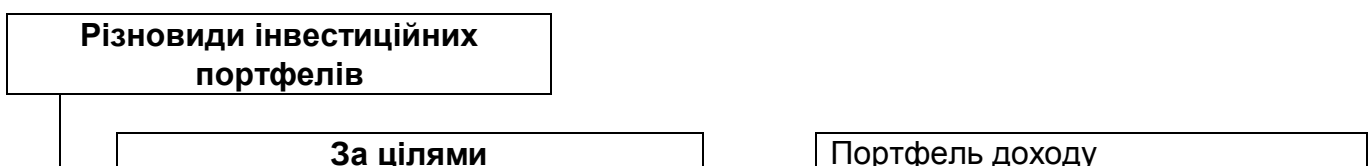




Рис. 2.23. Різновиди інвестиційного портфеля цінних паперів

Основною метою оперативного управління портфелем фінансових інвестицій є запобігання зниження передбачуваного рівня дохідності і зростання рівня ризику портфеля шляхом відповідної ротації окремих його фінансових інструментів. Основним змістом процесу оперативного управління портфелем фінансових інвестицій є:

здійснення постійного моніторингу фінансового ринку по окремих його сегментах; періодична оцінка рівня дохідності та ризику по інвестиційному портфелю в динаміці;

оперативна оцінка рівня дохідності і ризику окремих фінансових інструментів портфеля по результатах моніторингу фінансового ринку;

проведення відповідної реструктуризації портфеля з метою відновлення цільових показників його формування.

У ході управління інвестиційним портфелем слід приділяти особливу увагу методам моніторингу і реструктуризації портфеля, а також факторам, що призводять до зниження рівня дохідності окремих пайових та боргових фінансових інструментів інвестування, а також інвестиційного портфеля в цілому.

Існують різні підходи до управління інвестиційним портфелем цінних паперів:

пасивне управління портфелем, при котрому після формування портфеля про нього на певний час забувають;

активне управління, що передбачає постійне відслідковування необхідних параметрів портфеля шляхом регулярної ревізії портфеля, яка здійснюється як для дотримання інвестиційних цілей, так і у випадку їхніх змін.

Кожний інвестор самостійно визначає період відновлення портфеля (він може варіюватися від декількох тижнів до декількох років).

Конкретні методи управління інвестиційним портфелем цінних паперів залежать, перш за все, від виду портфеля (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Методи управління інвестиційним портфелем цінних паперів

Метод	Характеристика методу
Метод Б. Грехема	Портфель формується за рахунок недооцінених ринком фінансових інструментів (їх внутрішня вартість є нижчою за їх курси)
Метод пропорцій, що плывуть	Регулярно розраховується прибутковість портфеля, за результатами чого кошти перекидаються з одних активів в інші. Низькодоходні активи вилучаються і замінюються на більш дохідні.
Метод сходів	<p>Пріоритет віддається прибутковості перед безпекою вкладень. Підбираються активи (наприклад, банківські депозити), що забезпечують із заданою періодичністю (один раз на рік, півріччя, квартал, місяць) регулярність притоків коштів. Метод припускає постійне вивчення найбільше перспективних фінансових інструментів. Управління портфелем слідує за циклічними коливаннями курсів елементів, що входять у портфель.</p> <p>Для збереження прийняттого рівня дохідності портфеля необхідне створення певних резервів (для поповнення портфеля без попереднього продажу активів), які не повинні іммобілізувати кошти та бути достатніми за розміром. Резерви можуть мати різноманітну форму (певні види валюти або особливо ліквідні фінансові інструменти)</p>
Метод фіксованих пропорцій	Портфель за певним критерієм поділяється в жорсткій пропорції між інвестиційними цінностями, що його складають (наприклад, між консервативною та ризикованою (спекулятивною) частинами портфеля). При змінах ринкових курсів елементів портфеля пропорція автоматично відновлюється за рахунок покупки (продажу) інших елементів. Загальна вартість портфеля при цьому може зростати або залишатися незмінною. В останньому випадку приріст вартості окремих елементів портфеля утворює прибуток власника портфеля.

Створювати та управляти портфелями цінних паперів можуть не тільки господарчі суб'єкти, що мають вільні кошти, але і такі, що їх мають. Останні можуть взяти в банку кредит під заставу своїх активів – як матеріальних, так і фінансових. Предметом застави можуть бути знову випущені акції підприємства, а також наявні в нього цінні папери інших емітентів. Застава має сенс, якщо прибутковість операцій із цінними паперами перевищує вартість обслуговування банківських кредитів.

2. Моніторинг та післяінвестиційний контроль інвестиційних проектів

Формуванням інвестиційного портфеля капітальних інвестицій інвестиційний менеджмент не обмежується. Кожний інвестиційний проект, як і інвестиційний портфель у цілому, є об'єктом менеджменту і **на етапі його реалізації**.

Спостереження за процесом спорудження або монтажу основних активів входить до обов'язків керівника проекту.

Технічна сторона реалізації проекту потребує командного підходу, коли спеціалісти із досвідом роботи у різноманітних областях можуть об'єднати свої зусилля для успішного розвитку проекту.

Приклади проблем, які вирішуються на етапі реалізації проекту:

перевірка технічних параметрів та характеристик;

переговори із постачальниками та підрядчиками про ціну, терміни поставок та вико-

нання робіт;

проведення необхідного тренінгу для працівників, що будуть працювати на новому обладнанні.

Моніторинг за здійсненням проекту призначений своєчасно виявляти прорахунки та проблеми як у самому інвестиційному проекті, якщо це вдалося зробити у ході формування інвестиційного портфеля капітальних інвестицій, так і в ході здійснення проекту завчасно, поки ще є час виправити виявлені недоліки.

Моніторинг за здійсненням проекту передбачає оцінку різноманітних показників реалізації проекту, перевірку відповідності сум та строків витрат коштів первісному плану, своєчасність виконання запланованих видів робіт тощо. Встановлені відхилення від запланованих сум, строків, обсягів робіт можуть послугувати підставою для проведення додаткової перевірки ходу виконання проекту.

Ефективна організація моніторингу знижує потребу у наступній стадії реалізації інвестиційного проекту – післяінвестиційному контролі.

Моніторинг та післяінвестиційний контроль часто вважають взаємозамінними термінами. Але післяінвестиційний контроль виникає вже після того, як проект вже пройшов значну частку свого життя. Тому у післяінвестиційному контролі, безумовно, є значно менше можливостей що-небудь виправити або поліпшити.

Післяінвестиційний контроль, скоріше, спрямований на поліпшення майбутніх інвестиційних рішень. Він забезпечує підбивання підсумків інвестиційного проекту. Успіх інвестиційного проекту оцінюється за тими ж критеріями, які використовувалися при його відборі, а звіт про здійснення проекту направляється всім особам, що брали участь у прийнятті інвестиційного рішення щодо проекту.

Наприклад, інвестиційний проект, що передбачав установку нової виробничої лінії, можна піддавати післяінвестиційному контролю після того, як буде повністю завершеним перший виробничий цикл. Таким чином можуть бути проаналізовані витрати на нову продукцію, робота нової лінії та порівняні з тим, що очікувалося та планувалося. Але часто, особливо у випадку значних капіталовкладень, часовий лаг (проміжок часу) між прийняттям рішення та моментом пуску нового обладнання може бути дуже великим. Це може суттєво вплинути на своєчасність післяінвестиційного контролю, хоча завжди можна знайти баланс між своєчасністю отриманої інформації, яку отримано у результаті післяінвестиційної оцінки проекту, та її надійністю.

Післяінвестиційний контроль покликаний зосередитися на тих параметрах інвестицій, які були вирішальними для успіху проекту. Він не передбачає всебічне дослідження здійснених капітальних вкладень. Післяінвестиційна оцінка потребує часу та витрат, тому необхідно знайти баланс між витратами на післяінвестиційний контроль, та результатами, що можна отримати за його допомогою.

На практиці на підприємствах післяінвестиційний контроль проводиться не по всіх проектах, а лише по тих, що потребували дуже значних коштів, вважалися найбільш ризикованими або мали стратегічну важливість для підприємства.

Час проведення післяінвестиційного контролю суворо не встановлюється. Його звичайно починають після того, як інвестиційний проект досяг тієї стадії здійснення, коли можуть виникнути перші, навіть, відносні успіхи. Проект в цілому повинний бути вдалим та показувати позитивні результати, для того, щоб виникла впевненість, що це – не випадкові результати. В остаточному підсумку виявляється, що післяінвестиційний контроль зв'язаний з оцінкою всього процесу прийняття та реалізації післяінвестиційних рішень, а не тільки з яким-небудь одним конкретним проектом.

Переваги післяінвестиційного контролю зводяться до такого (рис. 2.24).

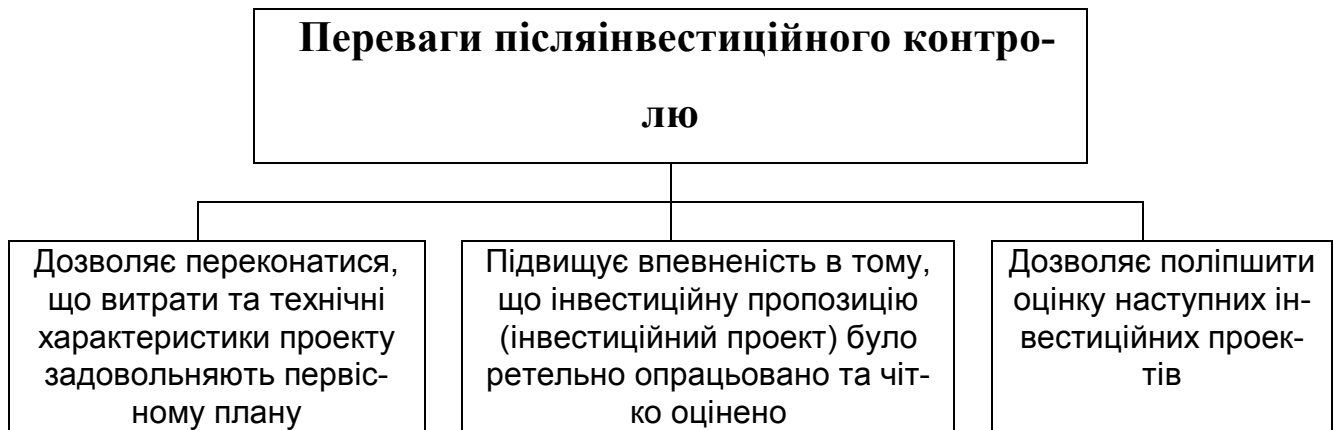


Рис. 2.24. Переваги післяінвестиційного контролю

Головна користь післяінвестиційного контролю міститься у тому впливу, який він здійснює на керівників та виконавців проекту. Вони знають, що від них потребують звіту про результати, тому оцінці проекту та його відбору до інвестиційного портфеля капітальних інвестицій буде приділено більше уваги.

Таким чином, післяінвестиційний контроль дає корисну інформацію, яка допомагає поліпшити майбутні інвестиційні рішення шляхом виділення та визначення проблем та труднощів, які виникають при капіталовкладенні.

3. Бюджет капітальних інвестицій

У загальному значенні **бюджет** розглядається як план майбутніх операцій підприємства, що виражений у кількісних (переважно) грошових) вимірниках, а **бюджетування** – як процес планування майбутніх операцій підприємства та оформлення його результатів у вигляді системи бюджетів.

Бюджетування на підприємстві здійснюється у двох напрямках:

підготовка функціональних бюджетів, тобто бюджетів підрозділів підприємства (бюджетних центрів);

розробка стандартів (норм) витрат на виробництво окремих виробів або послуг.⁴

В системі функціональних бюджетів підприємства виділяють операційні та фінансові бюджети. Фінансові бюджети ставлять собою сукупність бюджетів, що відображає заплановані грошові потоки та фінансовий стан підприємства. Серед них важливе місце посідає бюджет капітальних інвестицій.

Бюджет капітальних інвестицій – це плановий документ, який відображає кошти, що виділені підприємством на фінансування майбутніх капіталовкладень. Цей документ є найважливішим інструментом планування інвестиційної діяльності. Від бюджету капітальних інвестицій на найближчий період залежить фінансовий бюджет підприємства, а сам бюджет капітальних інвестицій, у свою чергу, залежить від прогнозу обсягу продажів.

Бюджетування капітальних інвестицій припускає розрахунок капітальних витрат, тобто коштів, що спрямовуються на розширення капіталу в тієї або іншій формі.

⁴ Більш докладно про систему бюджетів підприємства викладено у підручнику С.Ф. Голова “Управлінський облік”. – К.: Лібра, 2003. – 704 с.

Бюджетування капітальних інвестицій забезпечує оцінку вартості портфеля реальних інвестиційних проектів, його узгодженість із фінансовими можливостями підприємства, розподіл коштів у часу. Порівняння фактичних результатів із запланованими дає можливість визначити ефективність та результативність діяльності інвестиційних менеджерів на підприємстві. Бюджет капітальних інвестицій мотивує інвестиційних менеджерів на досягнення встановленої системи цілей інвестування у реальні об'єкти (але за умови, що вони брали участь у розробці бюджету і зацікавлені в досягненні встановлених показників).

Капітальні інвестиції (капітальні витрати або капіталовкладення, прямі інвестиції або інвестиції у матеріальні (реальні) об'єкти) зв'язані із основними засобами підприємства – їх простим або розширеним відтворенням.

До капітальних інвестицій звичайно відносять:

доповнення: нові основні засоби, що збільшують виробничі потужності без заміни існуючого устаткування;

відновлення або заміна: устаткування, придбане для заміни аналогічних основних засобів приблизно такої ж потужності;

удосконалення або модернізація: капітальні інвестиції, що ведуть до фактичної заміни або зміни основних засобів.

Капітальні інвестиції є лише однією частиною витрат, що пов'язані з основними засобами. Друга частина – це виробничі витрати, до яких належать витрати на утримання і ремонт основних засобів, амортизаційні відрахування від їхньої вартості, страхування засобів виробництва й оподатковування власності. Розрахунок таких витрат здійснюється у вигляді бюджету виробничих накладних витрат.

Джерела покриття капітальних інвестицій і виробничих витрат різні. Джерелами капітальних інвестицій, як ми вже згадували, можуть бути власні кошти підприємства (прибуток та амортизаційні відрахування), або залучені кошти (емісія акцій), або позикові кошти (кредити банків або емісія боргових цінних паперів).

Виробничі витрати, пов'язані із утриманням та експлуатацією основних засобів, в рамках управлінського обліку у залежності від системи калькулювання відшкодовуються за рахунок включення їх до складу тієї або іншої складової витрат підприємства.

Якщо на підприємстві застосовується система калькулювання повних витрат, то виробничі витрати (тобто витрати, пов'язані з утриманням та експлуатацією основних засобів), як змінні, так і постійні, включаються у виробничу собівартість продукції.

Якщо на підприємстві застосовується система калькулювання змінних витрат, то у виробничу собівартість продукції однозначно включаються лише змінні виробничі витрати, а постійні входять до складу витрат періоду і, відповідно, до загальних витрат підприємства.

Існуючі стандарти бухгалтерського обліку в Україні орієнтовані переважно на систему калькулювання змінних витрат, хоча і не повністю їй відповідають, що викликає певні труднощі в аналізі виробничих витрат, що зв'язані із утриманням та експлуатацією устаткування.

Зокрема, в бухгалтерському обліку замість терміна “накладні виробничі витрати” використовується термін “загальновиробничі витрати”. За стандартами бухгалтерського обліку змінні виробничі накладні витрати однозначно включаються у виробничу собівартість продукції. Постійні виробничі накладні витрати, якщо є від'ємне відхилення фактичного обсягу виробництва від так званого нормального (його можна вважати плановим обсягом виробництва), діляться на дві частки – розподілені та нерозподілені. Розподілені виробничі накладні витрати входять до складу виробничої собівартість продукції; нерозподілені виробничі накладні витрати входять до складу витрат періоду і, відповідно, до загальних витрат підприємства. Якщо відхилення фактичного обсягу виробництва від нормального обсягу позитивне або відсутнє, то

всі виробничі накладні витрати включаються у виробничу собівартість продукції. Водночас слід зазначити, що класифікація витрат на основні засоби (капітальні інвестиції і виробничі витрати) надає підприємствам можливість маневру фінансовими ресурсами. Наприклад, ремонт устаткування або споруджень із використанням удосконалених матеріалів може розглядатися не як виробничі витрати, а як капітальні інвестиції. Якщо ж підприємство відносить до виробничих витрат витрати, які у дійсності є виробничими, то воно знижує розмір поточного прибутку. Діючою класифікацією витрат, що відшкодовуються за рахунок собівартості продукції, чітко визначені види виробничих витрат, пов'язаних із утриманням та експлуатацією устаткування, які можна включати в собівартість продукції.

Бюджет капітальних інвестицій визначає загальний розмір капітальних вкладень (брутто-інвестиції) на майбутній період і джерела їхнього покриття. При складанні бюджету капітальних інвестицій розраховуються такі показники (табл. 7.11).

Таблиця 7.11

Показники бюджету капітальних інвестицій

Показники	Джерело
1. Початкова вартість всіх основних засобів на початок бюджетного періоду	Бухгалтерський баланс
2. Сума амортизації основних засобів на початок бюджетного періоду	
3. Амортизація основних засобів, що підлягає нарахуванню протягом бюджетного періоду	Розрахунок
4. Орієнтована вартість придбання нових основних засобів за бюджетний період	Програми (проекти капіталовкладень)
5. Орієнтована залишкова вартість устаткування, що підлягає заміні і продажу протягом бюджетного періоду і результат його продажу (прибуток або збиток)	Розрахунок
6. Орієнтована сума амортизації основних засобів, придбаних на початку бюджетного періоду	Розрахунок
7. Початкова вартість і сума амортизації основних засобів, що будуть у наявності в підприємства наприкінці бюджетного періоду	Розрахунок

Бюджетним періодом, зазвичай, є рік, у межах якого при необхідності виокремлюють більш короткі періоди (квартал, місяць).

Принципова схема бюджету капітальних інвестицій має такий вигляд:

Капітальні інвестиції	Сума	Джерела покриття капітальних інвестицій	Сума
1. Придбання нового устаткування		1. Власні кошти	
2.		1.1	
		1.2	
		2. Позикові кошти	
		2.1	
		2.2	
		3. Залучені кошти	
		3.1	
Всього		Всього	

Природно, що підсумкові значення капітальних інвестицій і джерела їхнього покриття протягом бюджетного періоду та його складових повинні збігатися.

При складанні бюджету капітальних інвестицій необхідно притримуватися ряду принципових положень:

капіталовкладення з тривалими строками окупності повинні фінансуватися за рахунок довгострокових коштів;

для капіталовкладень необхідно вибирати найбільше дешеві способи фінансування;

найбільше ризиковані капіталовкладення повинні фінансуватися за рахунок власних коштів.

У загальному виді бюджетування капітальних інвестицій здійснюється у такий послідовності (рис. 2.25).

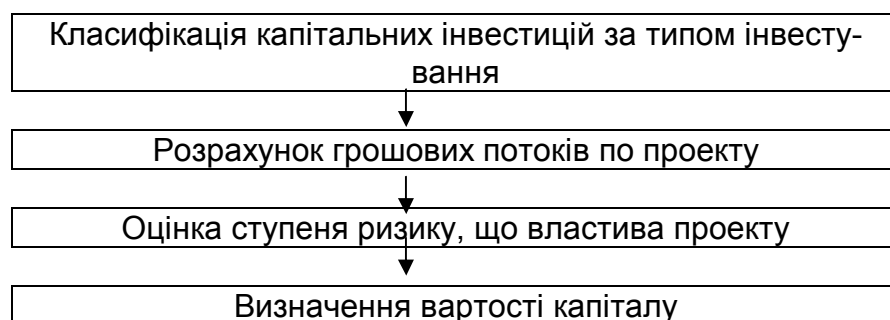


Рис 2.25. Послідовність бюджетування капітальних інвестицій

КЛАСИФІКАЦІЯ КАПІТАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ ЗА ТИПОМ ІНВЕСТУВАННЯ НЕОБХІДНА ДЛЯ ВИБОРУ СПОСОБУ ОРГАНІЗАЦІЇ БЮДЖЕТУВАННЯ, ДЛЯ ВСТАНОВЛЕННЯ ОБСЯГУ РОЗРАХУНКІВ. ПРИВЕДЕНІ НИЖЧЕ КАТЕГОРІЇ КАПІТАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ РОЗШИРЯЮТЬ КЛАСИФІКАЦІЮ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ, ЯКУ ВЖЕ ПРЕДСТАВЛЕНО У ТАБЛ. 2.9.

Категорії, до яких можуть належати капітальні інвестиції, представлені у табл. 2.12.

Таблиця 2.12

Категорії капітальних інвестицій

Категорія	Характеристика витрат
Заміна: підтримка бізнесу	Витрати, необхідні на заміну зношеного або устаткування, що вийшло із строю. Ці витрати не обов'язково повинні бути незмінними, але вони не збільшують продуктивність устаткування і не змінюють виробничі процеси.
Заміна: зниження витрат	Витрати на заміну ще придатного до експлуатації, але вже морально застарілого обладнання. Ціль таких капітальних інвестицій – зниження витрат ресурсів (трудових, матеріальних, фінансових, засобів виробництва).
Збільшення обсягу продукції, що випускається, або ринків збуту	Витрати на збільшення існуючої продукції, розширення ринку збуту або можливостей розподілу на ринках, що обслуговуються в даний час.
Збільшення обсягу випуску нової продукції або ринків збуту.	Витрати, необхідні для виробництва нової продукції або збуту продукції в нових географічних районах, не охоплених у даний час.
Безпека і (або) екологія	Витрати, необхідні для виконання постанов уряду, трудових угод або умов політики страхування (обов'язкові інвестиції або недохідні проекти).
Інші	Витрати на житлові будинки, офіси, парково-земельні ділянки і т.ін.

Обсяги розрахунків по капітальних інвестиціях кожної категорії, у результаті яких складається бюджет, різні. Для підтримки бізнесу, особливо на прибуткових підприємствах, розрахунки витрат капіталовкладень відносно прості. Потрібно більш детальний аналіз у випадках зниження витрат, розширення існуючих виробничих ліній і інвестицій у нову продукцію або сфери діяльності.

Існує три основні підходи до організації процесу бюджетування капітальних інвестицій (рис. 2.26). Кожному з цих підходів властиві свої переваги та недоліки. Кожен підхід до організації процесу бюджетування капітальних інвестицій доцільно застосовувати у певних умовах.

РОЗРАХУНОК ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПО ПРОЕКТУ ПЕРЕДБАЧАЄ РОЗРАХУНОК ВИТРАТ, ЩО ЗВ'ЯЗАНІ ІЗ РЕАЛІЗАЦІЄЮ КАПІТАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ, ТА ОЦІНКУ ЩОРІЧНИХ НАДХОДЖЕНЬ КОШТІВ, КОЛИ ПРОЕКТ БУДЕ РЕАЛІЗОВАНИЙ.

Витрати, пов'язані з реалізацією інвестиційного проекту, розраховуються по роках терміну капіталовкладень.

Оскільки вартість інвестиційного проекту і величина надходжень коштів розраховуються частіше усього на достатньо тривалу перспективу, то виконані розрахунки ґрунтуються на певних допущеннях.

Прийняті допущення ставлять собою прогноз стану і розвитку зовнішніх умов, у яких буде здійснюватися реалізація інвестиційного проекту.

Допущення мають ключове значення, тому що самі серйозні погрішності в складанні кошторису капіталовкладень викликані неправильними допущеннями щодо основних поточних умов. Помилки в них призведуть до неправильного прогнозу руху коштів, і, як наслідок – до невірному вибору інвестиційних рішень.

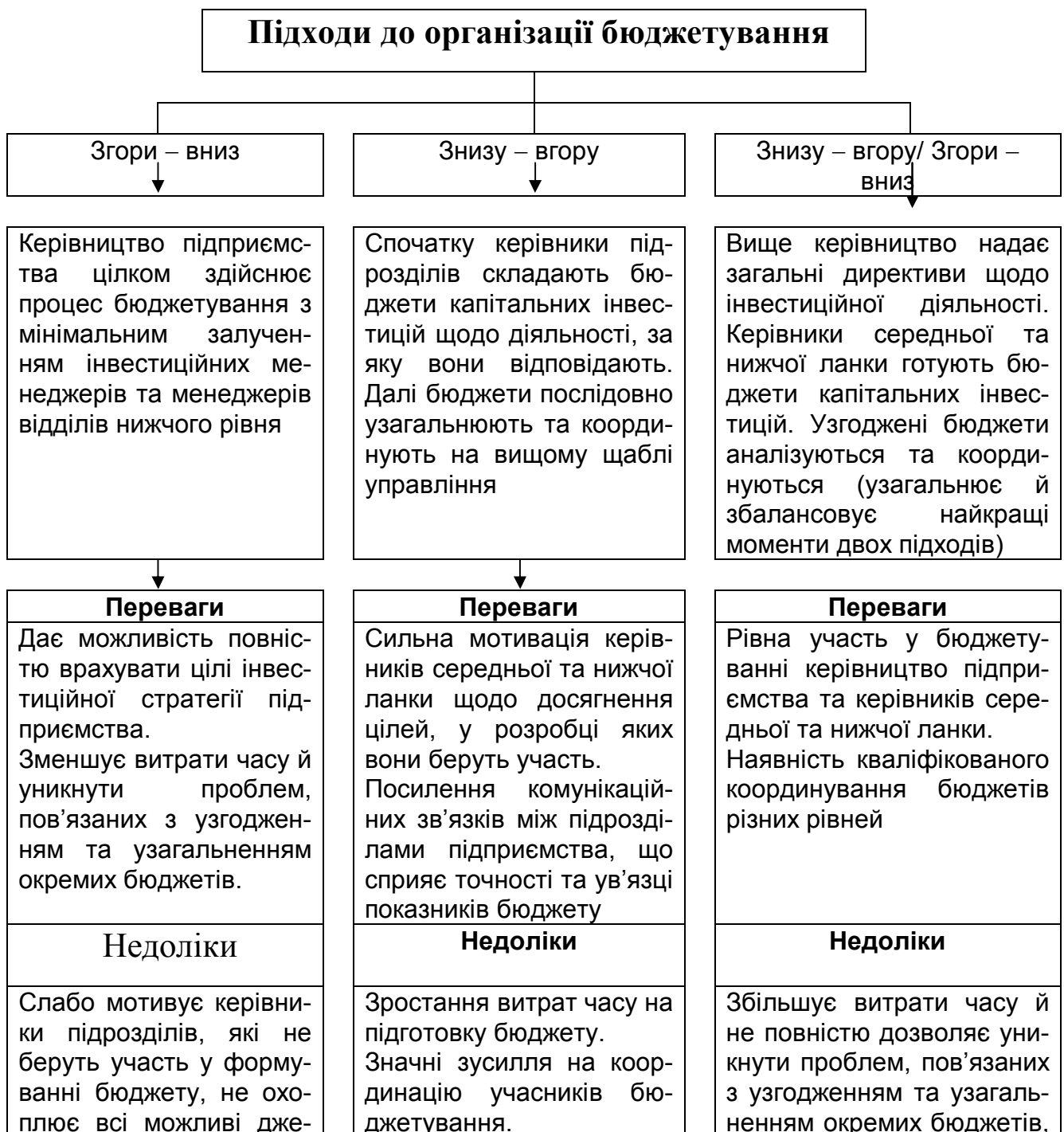
Розглянемо розрахунок грошових потоків і ряд інших розрахунків грошових потоків по інвестиційному проекту на конкретному прикладі.

Приклад.

Сутність інвестиційного проекту полягає в організації на діючому підприємстві виробництва суміші “Акон”, що використовується у процесі сушки текстильних волокон.

Спочатку необхідно оцінити інвестиційні вимоги до виробництва суміші “Акон”, тобто визначити вартість інвестиційного проекту.

Оцінку інвестиційних вимог до виробництва суміші “Акон” подано у табл. 2.13. Як видно з табл.2.13, інвестиційні ресурси, необхідні для реалізації проекту, будуть розділені на дві частини: першочергове інвестування (капітал або основні засоби) і оборотний (або робочий) капітал. Програма капіталовкладень розрахована на два роки; розрахунки приведені по кожному року.



рела інформації	Різний рівень кваліфікації учасників бюджетування. Наявність впливу суб'єктивізму учасників бюджетування.	різним рівнем кваліфікації учасників бюджетування. Не до кінця знижує суб'єктивізм учасників бюджетування.
Виправданий у жорстко централізованих організаціях або середніх та малих підприємствах, де дистанція між головним керівництвом та операційними підрозділами незначна	Виправданий на підприємствах з надійними комунікаційними зв'язками, а також при приблизно рівній кваліфікації учасників бюджетування.	Виправданий на великих підприємствах, де структурні підрозділи мають відносну самостійність

Рис. 2.26. Підходи до організації бюджетування капітальних інвестицій

Таблиця 2.13
Оцінка інвестиційних вимог для виробництва суміші "Акон" (в тис. грн.)

	Елементи інвестиційних ресурсів	1-й рік	2-й рік	Усього	
Першочергове інвестування (на основі техніко-економічних розрахунків)	Капітал				
	1. Земля				
	2. Меліорація земель				
	3. Спорудження, будинки	3720,43	3400,57	7130,0	
	4. Технологічне обладнання	10000,0	17020,0	27020,0	
	5. Пересувне обладнання		750,0	750,0	
	6. Разом	13720,43	21270,57	35000,0	
	Витрати				
	7. Переміщення				
	8.				
	9.				
	10. Разом				
	11. Усього	13720,43	21270,57	35000,0	
Оборотний (робочий) капітал		2-й рік	3-й рік	4-й рік	Усього
	12. Дебіторська заборгованість	7420,5	1480,5	990,0	9900,0
	13. Запаси сировини	1750,5	310,5	210,0	2100,0
	14. Запаси комплектних				
	15. Незавершене виробництво	1800,0	360,0	240,0	2400,0
	16. Запаси готових матеріалів	2020,5	400,5	270,0	2700,0
	17. Допоміжні матеріали	1120,5	220,5	150,0	1500,0
18. Документи до оплати	2700,0	540,0	360,0	3600,0	

19. Чистий оборотний (робочий капітал)	11250,0	2250,0	1500,0	15000,0
Усього першочергових інвестицій (ряд. 11+ ряд.19)				50000,0

За своєю сутністю оцінка інвестиційних вимог ставить собою кошторис витрат на виробництво суміші. У табл. 2.13 представлені капіталовкладення, які необхідні для реалізації проекту. Усього необхідно п'ятдесят млн. грн., у тому числі на придбання обладнання – 35 млн. грн. та 15 млн. грн. – для інвестицій у робочий капітал. Ці витрати будуть здійснені за чотири роки. Оснащення виробництва відбудеться у перші два роки, а робочий капітал освоєний у третій та четвертий роки.

Після визначення вартості інвестиційного проекту можна приступити до розрахунку надходження коштів за планований термін служби проекту, тобто розрахувати очікуваний прибуток від реалізації проекту. Як правило, такий розрахунок виконується на достатньо довгу перспективу (не менше 5 років). Для розглянутого приклада оцінку прибутку і руху коштів подано в табл.2.14. У рядку 11 таблиці подано чисті вільні кошти. Нове виробництво ввійде в експлуатацію через два роки. Від його експлуатації уже в другому році передбачається одержати чистий грошовий виторг у розмірі 6020,2 тис. грн. Протягом наступних двох років, коли виробництво вийде на повну потужність і розів'ється ринок, виторг буде збільшуватися (на третій рік він повинний скласти 8920,7 тис. грн.; на четвертий – 10840,6 тис. грн.). Через чотири роки величина чистих коштів буде знижуватися через збільшення податків унаслідок росту загального прибутку, який, у свою чергу, буде зростати через зменшення відрахувань амортизаційних відрахувань (у розрахунках використовувалася прискорена амортизація).

Таблиця 2.14

Оцінка прибутку та руху грошових коштів за роки експлуатації проекту

Показники	1-й рік	2-й рік	3-й рік	4-й рік	5-й – 13-й рік не показані	14-й рік.	15-й рік
1. Кількість відвантаженої продукції, тис. т	75	90	100	100		100	100
2. Валовий обсяг продажів, млн. грн.	45,64	54,77	60,85	60,85		60,85	60,85
3. Різноманітні відрахування (фрахт, загальні відрахування), тис. грн.	640,0	770,0	850,0	850,0		850,0	850,0
4. Чистий виторг від продажу, млн. грн.	45,0	54,0	60,0	60,0		60,0	60,0
5. Собівартість реалізованої продукції, млн. грн.	30,51	33,84	36,0	36,0		36,0	36,0
6. Амортизаційні відрахування, млн. грн	4,376	4,084	3,792	3,500		0,583	0,291

7. Усього собівартість реалізованої продукції, млн. грн.	34,88	37,92	39,7	39,5		36,5	36,2
8. Загальний прибуток, млн. грн. (ряд.4-ряд.7)	10,11	16,07	20,20	20,50		23,41	23,70
9. Позавиробничі витрати, податки, млн. грн.							
10. Чистий дохід, млн. грн. (ряд.8 – ряд.9)	1,636	4,842	7,054	7,205		8,722	8,874
11. Чисті грошові кошти млн. грн. (ряд.10 + ряд.6)	6,012	8,927	19,84	10,71		9,305	9,165

Розрахунки, що представлені у табл. 2.14, неможливо провести без відповідної системи допущень.

У рамках прикладу при складанні кошторису капіталовкладень і оцінці руху коштів були прийняті певні допущення. Приведемо найбільше важливі з них.

1. Припускається, що, починаючи з третього року виробництво суміші вийде на проектний рівень, що складатиме 1 млн. т щорічно протягом тринадцяти років. Це складає 10% припускаемого обсягу продажів промислового сектору споживачам. Розрахунки засновані на результатах досвідної комерційної програми і дослідження ринку.

2. Ціна продажів складе 600.0 грн. за тонну, що обґрунтовано розрахункам по конкурентних цінах.

3. Передбачається, що стандарти контролю за забрудненням навколишнього середовища протягом часу випуску суміші не будуть більш жорсткішими.

4. Припускаємий відсоток загальногосподарчих та адміністративних витрат заснований на минулому досвіді діяльності підприємства.

5. Очікуються темпи росту інфляції 5% по трудових і матеріальних витратах. Ціна продажів буде зростати тими ж темпами.

Таким чином, бюджетування капітальних інвестицій по проекту дозволило визначити величину грошових потоків по проекту – прямих та зворотних; визначити часову структуру прямих та зворотних потоків по проекту, тобто розподіл їх руху у часі.

Прямі грошові потоки по проекту – це кошти, які передбачається витратити на придбання обладнання, на створення оборотного капіталу (табл. 2.13). Їх ще називають **відтоком коштів**. Прямі грошові потоки по проекту уходять від суб'єкта капітальних інвестицій, тобто від фізичної або юридичної особи, що реалізує проект. У прикладі суб'єктом капітальних інвестицій є діюче підприємство, що відкриває нове виробництво. Як слід з табл. 2.13, підприємство має витратити на реалізацію проекту 50,0 млн. грн.. Вкладення коштів по роках розподіляється в такий спосіб:

1-й рік – 13,72 млн. грн.

2-й рік – 32,52 млн. грн.

3-й рік – 2,25 млн. грн.

4-й рік – 1,5 млн. грн.

Зворотні грошові потоки по проекту – це кошти, які повинні повернутися суб'єкту капітальних інвестицій в результаті експлуатації об'єкта інвестування у вигляді чистого прибутку та амортизаційних відрахувань за роки цієї експлуатації. Їх ще називають притоком коштів. Розрахунок зворотних коштів по проекту представлено у табл. 2.14. Як слід з цієї таблиці, на другий рік реалізації проекту (його можна вважати першим роком експлуатації проекту) величина зворотних грошових потоків по проекту складе 6,012 млн. грн. За майбутні роки величина зворотних грошових потоків по

проекту буде зростати, а, починаючи з п'ятого року експлуатації проекту, буде знижуватися.

Величина прямих і зворотних грошових потоків по проекту визначається розрахунковим способом. Але, величина прямих грошових потоків має більш обґрунтований характер. Їх величина визначена на підставі реальних даних про необхідне обладнання, матеріали, їх кількість, ціну тощо. Це кошти, які можуть бути сплачені постачальникам обладнання та матеріалів у найближчому майбутньому.

На відмінність від прямих величина зворотних грошових потоків по проекту, хоча і теж визначається на підставі відповідних розрахунків, має ймовірний характер. Причини тому такі.

зворотні грошові потоки по проекту будуть надходити суб'єкту капітальних інвестицій не найближчим часом, а через деякий час, який є тим більшим, чим більш значним є проект. У наведеному прикладі перші зворотні грошові потоки по проекту на підприємство надійдуть на другий рік реалізації (перший рік експлуатації) проекту); отримані величини зворотних грошових потоків по проекту будуть такими, якщо реальні умови реалізації та наступної експлуатації проекту будуть відповідати прийнятим допущенням. І чим меншим буде відхилення цих реальних умов від прийнятих допущень, тим ближче будуть реальні зворотні грошові потоки по проекту до їх розрахункової величини.

Якщо в інвестиційній портфель капітальних інвестицій підприємства входить декілька проектів, то бюджетування кожного з них дозволить визначити бюджет капітальних інвестицій підприємства, завдяки чому буде відомо, яку суму щорічно має витратити підприємство на інвестиційну діяльність і яку суму отримує від неї.

Оцінку ступеня ризику, що властива проекту, проводять для того, щоб встановити ступень ймовірності отримання розрахованої величини зворотних грошових потоків по проекту.

Оцінку ступеня ризику, що властива проекту, може бути проведено різноманітними способами, вибір яких залежить від вартості капітальних інвестицій, ступеня складності та масштабу інвестиційного проекту.

Найбільш простий із способів оцінки ступеня ризику, що властива проекту, до того ж нетрудомісткій, та такий, що не забирає багато часу, – неформальні судження, які базуються на розгляді можливих перешкод в отриманні розрахованої величини зворотних грошових потоків по проекту з погляду здорового глузду. Такий спосіб оцінки ступеня ризику доцільно застосовувати, якщо мова йде про відносно прості, незначні за масштабом та недорогі капітальні інвестиції.

Найбільш складні, трудомісткі способи оцінки ступеня ризику потребують багато часу, залучення висококваліфікованих спеціалістів, використання комп'ютерної техніки та спеціального програмного забезпечення праці. Такі ускладнені способи оцінки ступеня ризику, що передбачають проведення складного економічного та статистичного аналізу, включаючи великомасштабні комп'ютерні моделі, доцільно застосовувати для складних і дорогих інвестиційних проектів.

Коли ситуація не виправдує застосування повномасштабного комп'ютерного моделювання, використовують менше складні способи. Один із них, що має назву **трьохточкового методу**, передбачає встановлення оптимістичних, песимістичних і найбільше бажаних значень для ключових перемінних інвестиційного проекту, а потім – розрахунок зворотних грошових потоків по проекту при цих трьох варіантах значень для ключових перемінних. Результати розрахунку дозволяють отримати оптимістичну, песимістичну і саму бажану серію надходжень коштів від експлуатації інвестиційного проекту. Такий спосіб оцінки ступеня ризику, з одного боку, дозволяє отримати достатньо вірогідні результати, а, з другого боку, є не дуже складним та трудомістким.

Одним із варіантів розглянутого трьохточкового методу є аналіз чутливості, для ілюстрацій якого можна використовувати аналіз беззбитковості. В аналізі беззбитковості загальний розмір капітальних вкладень, визначений у бюджетуванні капітальних інвестицій, поділяють на постійну та перемінну частки. Розглянемо цей спосіб на даних раніше приведеного прикладу (3-й рік експлуатації проекту), для чого скористуємося інформацією табл. 2.15.

Таблиця 2.15

Розподіл загального розміру капітальних вкладень по проекту на постійну та перемінну частки

Постійні витрати	Значення, млн. грн.	Перемінні витрати	Значення, млн. грн.
Постійна частина вартості проданої продукції (витрати на обслуговування і управління виробництвом)	3,60	Перемінна частина вартості проданої продукції (витрати на матеріали, енергію, оплату праці)	32,40
Амортизаційні відрахування	3,792	Витрати на реалізацію	2,40
Витрати на рекламу, покриття прострочених боргів	4,243		
Усього	11,635	Усього	34,80

Перемінні витрати на 1 т суміші “Акон” після виходу на повну виробничу потужність (3-й рік, табл. 2.14):

$$34\,800\,000 : 100\,000 = 348 \text{ грн.}$$

Тоді поріг (точка) беззбитковості буде такою:

$$11\,635\,000 : (600 - 348) = 46\,171 \text{ т}$$

46 171 т суміші – це точка рівноваги. Якщо обсяг виробництва складе 46171 т суміші “Акон”, підприємство зможе окупити постійні витрати (тобто збитку вже не буде), але ще не буде і прибутку. Прибуток почне надходити з 46172-й тони.

Поріг беззбитковості складає 46,17 % від проектної потужності та, відповідно, від планового обсягу виробництва, починаючи з 3-го року експлуатації проекту ($46\,172 : 100\,000 \times 100$).

Аналіз беззбитковості показує чутливість прибутку проекту стосовно змін у продажах. Аналіз чутливості міг би бути виконаний таким чином, щоб показати, як змінюються прибутки в залежності від цін на продукцію, від витрат на будівництво, від цін на сировину і т.ін.

Останнім етапом бюджетування капітальних інвестицій є визначення їх джерел.

Результати бюджетування капітальних інвестицій є вихідною інформацією для визначення їх ефективності, яка передбачає порівняння вартості очікуваних надходжень та величини капітальних витрат на проект, тобто величин зворотних та прямих грошових потоків. Саме результати цього порівняння є основою прийняття остаточного рішення щодо капітальних інвестицій.

Але з величиною прямих грошових потоків по проекту повинна порівнюватися не розрахункова величина зворотних грошових потоків (табл. 2.14), а дисконтована вартість очікуваних надходжень від проекту. Для її отримання необхідно величину зворотних грошових потоків (вартість очікуваних надходжень від проекту) продисконтувати з використанням коефіцієнту дисконтування.

Коефіцієнт дисконтування (або дисконтна ставка) – це потрібна норма прибут-

ку, по який майбутні доходи дисконтуються на поточний момент часу.

Для розрахунку коефіцієнта дисконтування (КД) (середньої вартості капіталу) можна скористатися формулами (2.1) та (2.2).

Після розрахунку коефіцієнта дисконтування (середньої вартості капіталу) слідує його коригування в залежності від ступеня ризику проекту та виду інвестицій (капітальних або фінансових).

При коригуванні розрахованого коефіцієнта дисконтування (КД) для капітальних інвестицій в інвестиційних розрахунках використовується такий підхід: коефіцієнт дисконтування (середня вартість капіталу) збільшується на 2 пункти, якщо ризик інвестиційного проекту оцінюється вище за середнє, і знижується на 1 пункт, для якщо ризик інвестиційного проекту оцінюється нижче за середнє.

Наприклад, якщо коефіцієнт дисконтування (середня вартість капіталу) дорівнює 10%, то для високоризикованих проектів коефіцієнт дисконтування (середня вартість капіталу) складатиме 12%, а для проекту із низьким ризиком – 9%. Цей підхід метод не можна назвати оптимальним, але він дозволяє, принаймні, враховувати різноманітні ступені ризику програм.

Після закінчення бюджетування капітальних інвестицій приступають до фінансового аналізу інвестиційних проектів, результати якого дозволяють прийняти остаточне інвестиційне рішення щодо включення їх до інвестиційного портфеля капітальних інвестицій підприємства.

4. Інформаційне забезпечення інвестиційного менеджменту

Ефективність кожної керуючої системи значною мірою залежить від її інформаційного забезпечення. В умовах переходу до ринкової економіки відома формула "час - гроші" доповнюється аналогічною формулою: "інформація - гроші". Стосовно до інвестиційного менеджменту вона набуває прямого значення, тому що від якості використуваної інформації при прийнятті управлінських рішень у значній мірі залежать способи витрат інвестиційних ресурсів, рівень прибутку, ринкова вартість підприємства, альтернативність вибору інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування й інші показники, що формують рівень добробуту власника підприємства і темпи його економічного розвитку. Чим більший за розміром капітал інвестується підприємством, чим більш диверсифікованою є його інвестиційна діяльність, тим вище стає поріг якісної інформації, необхідної для прийняття інвестиційних рішень, спрямованих на підвищення ефективності цієї діяльності.

Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту являє собою процес безупинного цілеспрямованого добору відповідних інформативних показників, необхідних для здійснення аналізу, планування і підготовки ефективних оперативних управлінських рішень по всіх аспектах інвестиційної діяльності підприємства.

Інформаційна система інвестиційного менеджменту покликана забезпечувати необхідною інформацією не тільки управлінський персонал і власників самого підприємства, але і задовольняти інтереси широкого кола зовнішніх її користувачів. Коло основних користувачів інвестиційної інформації підприємства поданий на рис. 2.27.

Коло інтересів зовнішніх і внутрішніх споживачів інвестиційної інформації істотно розрізняється.

Зовнішні користувачі використовують лише ту частину інформації, яка характеризує результати інвестиційної діяльності підприємства та її вплив на його інвестиційну позицію. Переважна частина цієї інформації міститься в офіційній фінансовій звітності, що подається підприємством.

Внутрішні користувачі поряд із перерахованою вище використовують значний

обсяг інформації про інвестиційну діяльність підприємства, що ставить комерційну таємницю. Крім того, внутрішні користувачі використовують значне коло показників, пов'язаних із інвестиційним середовищем, що також входять в інформаційну систему інвестиційного менеджменту.

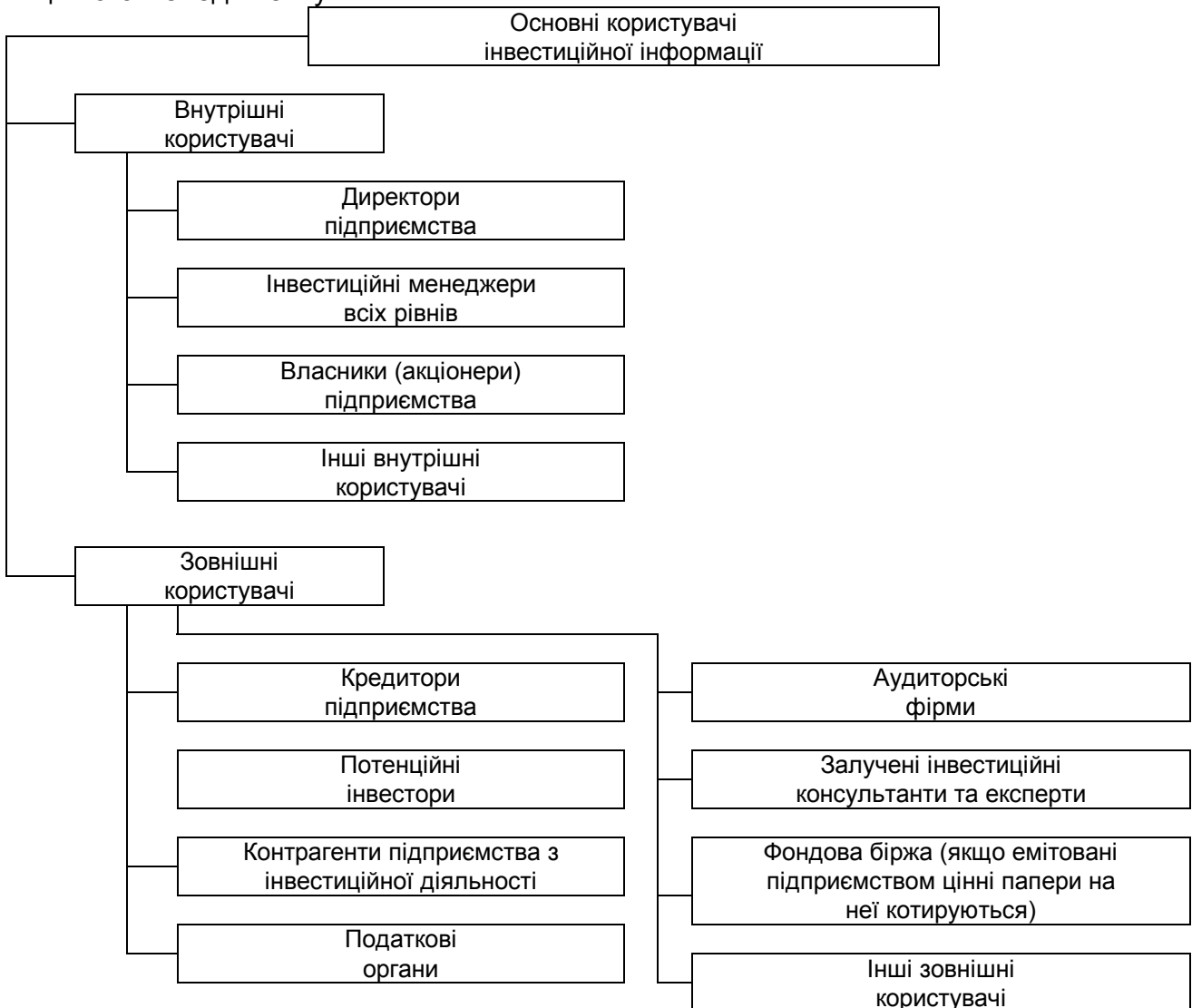


Рис. 2.27. Склад основних користувачів інвестиційної інформації підприємства

Для створення системи інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту найчастіше всього використовують систему показників, які поєднуються в групи. Групи показників відбивають обсяги інвестиційної діяльності, суму і склад інвестиційних витрат, суму і склад одержуваних інвестиційних прибутків тощо. Ці групи показників формуються звичайно по таких блоках:

- а) по формах інвестиційної діяльності підприємства;
- б) по регіонах діяльності (якщо для підприємства характерна регіональна диверсифікація інвестиційної діяльності);
- в) по центрах інвестицій.

Серед показників інвестиційної діяльності підприємства особлива роль належить нормативно-плановим показникам, які використовуються в процесі поточного й оперативного контролю за ходом здійснення інвестиційної діяльності. Вони формуються безпосередньо на підприємстві по таких двох блоках:

система внутрішніх нормативів, що регулюють інвестиційну діяльність підприємства (нормативи окремих видів активів підприємства, нормативи структури капі-

талу, питомі витрати фінансових ресурсів і т.ін.);

система планових показників інвестиційної діяльності підприємства (скупність показників поточних і оперативних інвестиційних планів усіх видів).

Використання всіх показників дозволяє створити на кожному підприємстві цілеспрямовану систему інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту, орієнтовану як на прийняття стратегічних інвестиційних рішень, так і на ефективне поточне управління інвестиційною діяльністю.

У системі інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту можливо використання показників-індикаторів.

Показники-індикатори ставлять собою спеціальним способом розраховані показники, значення яких свідчить про можливі результати процесів, що протікають на підприємстві.

З числа відомих показників-індикаторів в системі інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту доцільно використовувати модель Альтмана, що ставить собою індекс кредитоспроможності підприємства. Ця модель була сформована ще у 1968 році відомим економістом Є. Альтманом. Незважаючи на солідний вік, модель Альтмана не втратила своєї актуальності і сьогодні використовується достатньо часто. Вона не складна у розрахунку, але інформативна.

Індекс кредитоспроможності підприємства дозволяє в першому наближенні визначити, чи належить підприємство до числа потенційних банкрутів або таким не є. Цей показник ставить інтерес для потенційних інвесторів, які мають намір інвестувати в тій або іншій формі інвестувати кошти в підприємство, для банків, до яких підприємство звертається за кредитом, у тому числі і для інвестицій.

Модель Альтмана ставить собою функцію декількох показників, що характеризують фінансовий стан підприємства, і має такий вигляд:

$$Z = 3,3K_1 + 1,0 K_2 + 0,6 K_3 + 1,4 K_4 + 1,2 K_5, \quad (2. 3)$$

де Z – індекс кредитоспроможності підприємства;

K_1 – рівень рентабельності майна (РРМ);

K_2 – рівень інтенсивності використання капіталу (рівень оборотності капіталу) (РОК);

K_3 – плече фінансового важеля (ПФВ);

K_4 – рівень прибутковості власного капіталу (РПВК);

K_5 – частка власного оборотного капіталу у вартості майна підприємства (ДВОК).

Коефіцієнти, що входять до складу моделі Альтмана, розраховуються в такий спосіб (табл. 2.16).

Таблиця 2.16

Порядок розрахунку коефіцієнтів, що входять до складу моделі Альтмана

Коефіцієнт	Порядок розрахунку
K_1 – рівень рентабельності майна (РРМ)	РРМ = Балансовий прибуток : Вартість майна підприємства
K_2 – рівень інтенсивності використання капіталу (рівень оборотності капіталу) (РОК)	РОК = Виторг від реалізації продукції, робіт, послуг : Вартість майна підприємства
K_3 – плече фінансового важеля (ПФВ)	ПФВ = Власний капітал за ринковою оцінкою : Позиковий капітал

К4 – рівень прибутковості власного капіталу (РПВК)	РПВК = Балансовий прибуток : Власний капітал
К5 – частка власного оборотного капіталу у вартості майна підприємства (ДВОК)	ДВОК = Власний оборотний капітал : Вартість майна підприємства

З числа приведених показників деякі утруднення можуть виникнути тільки із розрахунком коефіцієнта К3 (плече фінансового важеля) внаслідок малої поширеності ринкової оцінки власного капіталу підприємства. Але це не можна вважати серйозною перешкодою у розрахунку коефіцієнта кредитоспроможності за Альтманом.

Критичне значення індексу кредитоспроможності підприємства, що визначено Є. Альтманом, складає 2,675. Якщо розрахункове перевищує 2,675, то підприємство з точки зору кредитоспроможності знаходиться у безпечній зоні. Перебування індексу в інтервалі 2,674 - 1,810 свідчить про невизначеність кредитоспроможного статусу підприємства. Значення індексу менше 1,809 сигналізує про високу ймовірність банкрутства підприємства.

Існують декілька модифікацій індексу кредитоспроможності підприємства за Альтманом. Найбільш відома з них – спрощена модель Z-критерію:

$$Z = - 0,3877 - 1,0736 K_1 + 0,5790 K_2, \quad (2.4)$$

де K_1 – коефіцієнт поточної ліквідності;

K_2 – коефіцієнт фінансової залежності.

Якщо $Z > 0$, то ймовірність банкрутства є дуже великою; при $Z < 0$ підприємство є кредитоспроможним, ймовірність банкрутства незначна.

Короткі висновки

1. Інвестиційний менеджмент є найважливішою складовою економічного управління діяльністю підприємства. Під інвестиційним менеджментом розуміється система принципів, методів та інструментів розробки, прийняття і реалізації управлінських рішень, спрямованих на досягнення цілей інвестиційної діяльності підприємства, забезпечення інвестиційної підтримки усіх видів його діяльності та створення інвестиційно-привабливого іміджу підприємства.

2. Ефективність інвестиційного менеджменту досягається у тому випадку, якщо він будується на застосуванні базових принципів (правил) науки управління – принципів управління та принципів керівництва, на повній реалізації його функцій, що розкривають характер інвестиційного менеджменту та його внутрішні характеристики, на використанні методів управління, шляхом яких направляється та координується діяльність підрозділів та посадових осіб підприємства для досягнення поставлених в інвестиційній діяльності цілей.

3. Інвестиційна стратегія підприємства розуміється як система довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що визначається довгостроковими задачами його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також передбачає вибір найбільш ефективних шляхів досягнення поставлених цілей. Формування інвестиційної стратегії підприємства – це поетапний процес, що базується на положеннях загальної стратегії розвитку підприємства, на прогнозуванні окремих умов здійснення інвестиційної діяльності і кон'юнктури інвестиційного ринку, та здійснюється поетапно з використанням певних принципів.

4. Всі напрямки і форми інвестиційної діяльності підприємства здійснюються за рахунок сформованих інвестиційних ресурсів, які ставлять собою усі види грошових і інших активів, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування.

5. Інвестиційний портфель, що ставить собою цілеспрямовано сформовану сукупність об'єктів реального і фінансового інвестування, призначених для реалізації відповідно до розробленої інвестиційної стратегії підприємства, складається з метою реалізації інвестиційної стратегії підприємства. В залежності від об'єктів інвестування на підприємстві можуть формуватися інвестиційний портфель капітальних інвестицій (портфеля реальних інвестиційних проектів) та інвестиційний портфель фінансових інвестицій.

6. Моніторинг інвестиційного проекту призначений своєчасно виявляти прорахунки та проблеми як у самому інвестиційному проекті, так і в ході здійснення проекту завчасно, поки ще є час виправити виявлені недоліки, що передбачає оцінку різноманітних показників реалізації проекту, перевірку відповідності сум та строків витрат коштів первісному плану, своєчасність виконання запланованих видів робіт тощо.

7. Післяінвестиційний контроль покликаний зосередитися на тих параметрах інвестицій, які були вирішальними для успіху проекту. Він дає корисну інформацію, яка допомагає поліпшити майбутні інвестиційні рішення шляхом виділення та визначення проблем та труднощів, які виникають при капіталовкладенні.

8. Бюджет капітальних інвестицій визначає загальний розмір капітальних вкладень (брутто-інвестиції) на майбутній період і джерела їхнього покриття. Бюджетування капітальних інвестицій забезпечує оцінку вартості портфеля реальних інвестиційних проектів, його узгодженість із фінансовими можливостями підприємства, розподіл коштів у часу. Одним з важливих аспектів бюджетування є розрахунок грошових потоків по проекту – розрахунок витрат, що зв'язані із реалізацією капітальних інвестицій, та оцінку щорічних надходжень коштів, коли проект буде реалізований.

9. Від якості використовуваної в інвестиційному менеджменті інформації при прийнятті управлінських рішень у значній мірі залежать способи витрат інвестиційних ресурсів, рівень прибутку, ринкова вартість підприємства, альтернативність вибору інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування й інші показники, що формують рівень добробуту власника підприємства і темпи його економічного розвитку.

Модуль 3. МЕТОДИ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Лекція 5 “Методи оцінки інвестиційної привабливості підприємства” (4 години)

1. Принципові основи державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств.
2. Правове регулювання інвестиційної діяльності підприємства.
3. Форми державної підтримки інвестиційного процесу.

1. Принципові основи державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств

Ефективне реформування економіки України, її структурна трансформація, формування конкурентноспроможного середовища немислимі без відтворювальних процесів, які відбуваються винятково на базі інвестування. Чим воно активніше, тим стрімкішими є темпи відтворення й ефективних ринкових перетворень.

У довгостроковій програмі стратегічного розвитку "Україна 2010" відзначається, що для нормального розвитку економіки країни щорічний обсяг інвестицій повинний складати 19-25 % ВВП. Падіння обсягу інвестицій в Україні протягом 90-х років ХХ століття призвело до зниження їхньої питомої ваги до 12 % ВВП.

Відповідно до наукових прогнозів для прискорення стабілізації і розвитку економіки України необхідно вже найближчим часом, як мінімум, у 2,5-3 рази збільшити темпи інтенсифікації процесів відтворення і відновлення при відповідному інвестиційному й інноваційному забезпеченні.

За даними НБУ наприкінці 2002 року Україна мала найнижчий серед постсоціалістичних країн показник питомих інвестицій (біля 103 американських доларів у розрахунку на душу населення (для порівняння: у східноєвропейських країнах ця сума досягала 1500 доларів США).

Необхідність інтенсифікації інвестиційного процесу в українській економіці очевидна, але, як показує досвід господарювання в ринкових умовах, самий по собі ринковий механізм не в змозі автоматично забезпечити інтенсивність інвестиційного процесу. Інтенсифікація інвестиційного процесу можлива на основі інтеграції зусиль промислових підприємств і держави, ціллю якого є за умов державної підтримки сприяння акумуляції накопичень підприємств для інвестиційної підтримки впровадження проектів і програм. **Державне регулювання інвестиційної діяльності підприємств** розглядається як система заходів, спрямованих на стимулювання інвестиційної активності та формування сприятливого інвестиційного клімату, залучення неінфляційних джерел інвестування та створення єдиних стандартів ефективності інвестицій.

Держава виступає як організатор економічного та правового простору, головною метою якого є формування системи пріоритетів і напрямків розвитку економіки, створення умов інвестиційної діяльності, забезпечення конкурентних переваг національної економіки.

Основні цілі державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств подані на рис. 3.1.

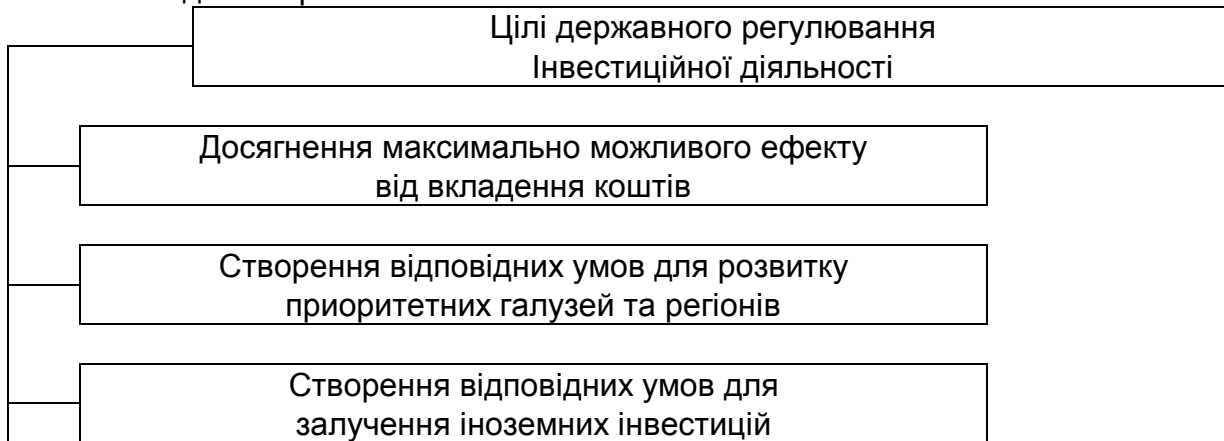


Рис. 3.1. Основні цілі державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств

У періоди порушення економічної рівноваги, наприклад, при спадах ділової й інвестиційної кон'юнктури, структурно-технологічній перебудові, держава повинно проводити більш активну інвестиційну політику. У цих умовах реалізується селективна підтримка підприємств і проектів у пріоритетних галузях як за рахунок прямого бюджетного фінансування, так і шляхом субсидування ставок позичкового відсотка (тобто пільгового кредитування).

Пріоритетними на сьогоднішній час в Україні визнані такі напрямки розвитку економіки:

розвиток паливно-енергетичного комплексу та впровадження енерго-і ресурсозберігаючих технологій;

розширення та нарощування обсягів товарів вжитку і послуг для населення, а також конкурентноспроможної, експортоорієнтованої продукції;

розвиток агропромислового комплексу;

прискорення розвитку медичної та мікробіологічної промисловості;

подолання наслідків Чорнобильської катастрофи.

Принципи державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні встановлені Концепцією регулювання інвестиційної діяльності в умовах ринкової трансформації економіки від 1.06.1995 (Постанова Кабінету Міністрів України № 384). Вони подані на рис. 3.2.

Створення сприятливого інвестиційного клімату в країні пов'язано з чітким правовим регулюванням інвестиційної діяльності.

2. Правове регулювання інвестиційної діяльності підприємства

В даний час правова система України нараховує більш 100 законів і нормативних актів, що регулюють інвестиційну діяльність. Серед них слід в першу чергу відзначити Закон України "Про інвестиційну діяльність", Декрет Кабінету Міністрів України "Про режим іноземного інвестування", Закон України "Про державну програму заохочення інвестицій в Україні", "Про цінні папери і фондову біржу", що створюють основу правового регулювання інвестиційної діяльності.

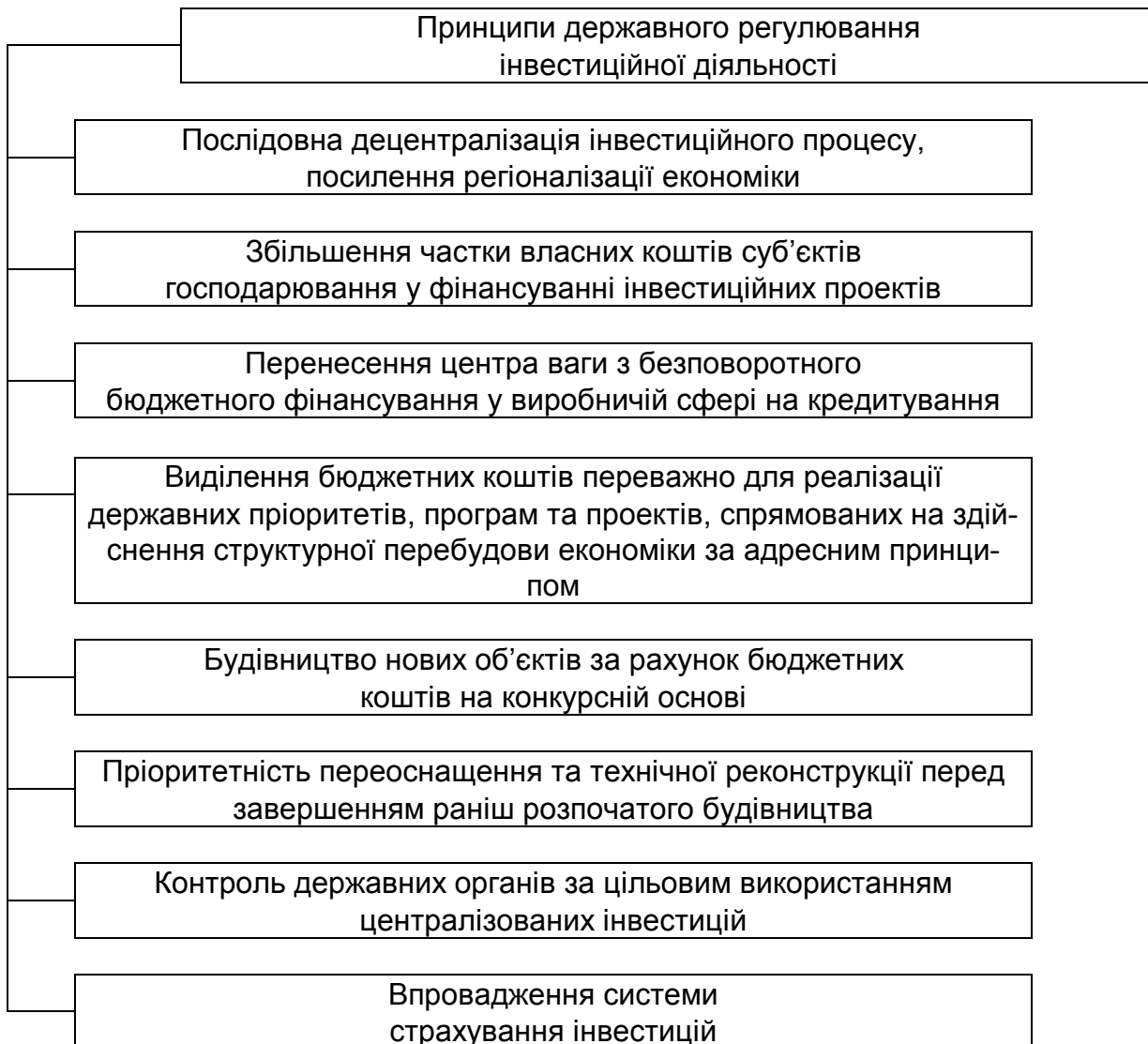


Рис. 3.2. Принципи державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні

Законодавча база визначає правовий статус інвесторів – суб'єктів інвестиційної діяльності, що приймають рішення про вкладення власних, позикових і залучених коштів в об'єкти інвестування. Законодавство декларує, що всі суб'єкти інвестиційної діяльності незалежно від форм власності і господарювання мають рівні права в здійсненні цієї діяльності; самостійно визначають цілі, напрями, види й обсяги інвестицій; залучають для їхньої реалізації на договірній основі будь-яких учасників інвестиційної діяльності, у тому числі шляхом організації конкурсів і торгів.

Інвестор має право володіти, користуватися і розпоряджатися об'єктами і результатами інвестицій, включаючи реінвестиції і торгові операції на території України.

Поряд із правами інвесторів чинне законодавство встановлює і певні їхнього обов'язки.

Інвестор зобов'язаний:

подавати фінансовим органам декларацію про обсяги і джерела здійснюваних їм інвестицій;

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

одержати висновок експертизи інвестиційних проектів по дотриманню різноманітних вимог (технологічних, санітарно-гігієнічних, радіаційних і т.ін.) і ліцензію на виконання спеціальних видів робіт.

Прийняття законів і інших нормативних актів, що регулюють інвестиційну діяльність, є одним із найбільше важливих умов реалізації державної інвестиційної політики. Законодавчі основи цієї політики регулюють інвестиційну діяльність у різних формах (рис. 3.3).

Розглянемо більш докладно окремі форми правового регулювання інвестиційної діяльності в Україні на сучасному етапі.

1. Регулювання сфер і об'єктів інвестування визначає загальні вимоги до їхнього вибору, формує найбільше пріоритетні напрямки інвестування.

Чинним законодавством визначено, що об'єктами інвестиційної діяльності можуть бути будь-яке майно, цінні папери, цільові грошові внески, науково-технічна продукція, інші об'єкти власності, а також майнові права. Ніхто не може обмежувати права інвесторів у виборі об'єктів інвестування за винятком випадків, передбачених законодавством. Завдяки інвестуванню у всіх сферах і галузях економіки, держава в програмі залучення іноземного капіталу визначила і пріоритетні його об'єкти. Відповідно до цієї програми пріоритетними сферами інвестування є підприємства:

агропромислового
комплексу; легкої
промисловості;

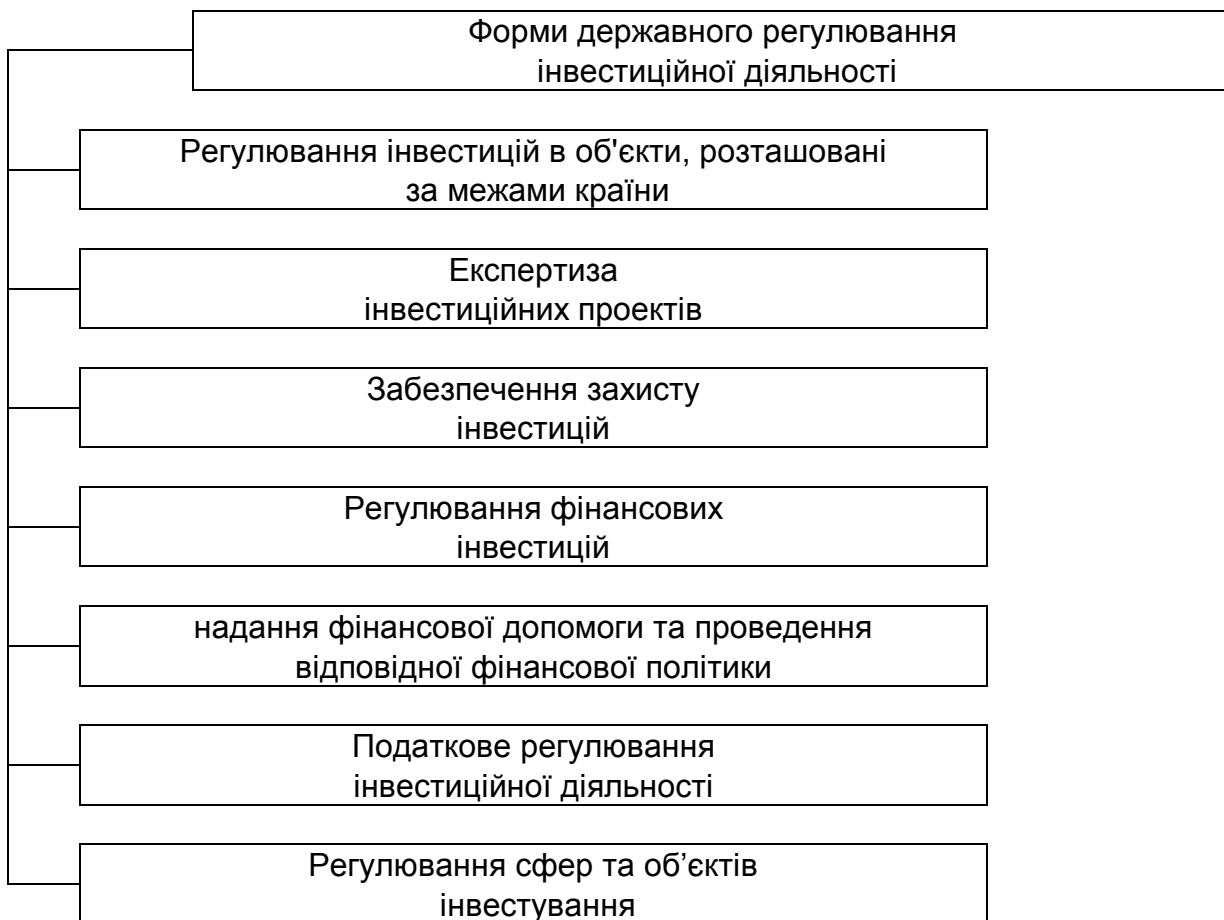


Рис. 3.3. Основні форми державного регулювання інвестиційної діяльності

лісопромислового комплексу;
 машинобудування;
 медичної промисловості;
 металургійного комплексу;
 паливно-енергетичного комплексу;
 транспортної інфраструктури;
 зв'язку;
 хімічної і нафтохімічної промисловості;
 соціальної інфраструктури.

Такий селективний підхід до залучення іноземних інвестицій дозволяє активізувати діяльність підприємств найбільше важливих сфер економіки України.

Для окремих інституціональних інвесторів встановлений особливий перелік об'єктів інвестування. Так, інвестиційні фонди й інвестиційні компанії не мають права одержувати більш 5 % цінних паперів одного емітенту й інвестувати понад 10 % своїх коштів у його цінні папери (крім державних зобов'язань); тримати в цінних паперах менше 70 % своїх активів; купувати інвестиційні сертифікати інших інвестиційних фондів або компаній. Страхові компанії повинні інвестувати свій резервний фонд з урахуванням цілого ряду обмежень. Комерційним банкам заборонене інвестування коштів у сфері виробництва і торгівлі матеріальними цінностями, а також страхування (крім страхування валютних, кредитних і процентних ризиків).

2. Податкове регулювання інвестиційної діяльності забезпечує напрямок інвестицій у пріоритетні сфери економіки шляхом установаження відповідних податкових ставок і податкових пільг. Ще більш ефективно регулювання цієї діяльності здійснюється за допомогою податкових пільг.

3. Регулювання інвестиційної діяльності шляхом надання допомоги і проведення відповідного кредитної політики поки тільки продекларовано у відповідних законодавчих актах, але широкої практичної реалізації ще не одержало.

4. Регулювання фінансових інвестицій, на відміну від реальних, має певні особливості. Законодавчі й інші нормативні акти визначають види цінних паперів, що випускаються в Україні, порядок їх обігу, вимоги до емітентів, форми і способи реалізації окремих фінансових інструментів на первинному і вторинному ринках, порядок державного контролю за випуском і обігом цінних паперів і діяльністю фінансових посередників.

5. Забезпечення захисту інвестицій здійснюється державними органами в різноманітних формах. Насамперед, держава гарантує цей захист незалежно від форм власності інвесторів. Всім інвесторам, у тому числі й іноземним, забезпечується рівний правовий режим інвестиційної діяльності. Важливою законодавчою гарантією є те, що інвестиції не можуть бути безплатно націоналізовані або реквізовані.

6. Експертиза інвестиційних проектів є найважливішою стороною державного регулювання інвестиційної діяльності. Відповідно до чинного законодавства України державні, міждержавні і регіональні інвестиційні проекти і програми, реалізовані за рахунок бюджетних і позабюджетних коштів, підлягають обов'язковій державній експертизі. Інвестиції за рахунок інших джерел підлягають державній експертизі в питаннях дотримання екологічних і санітарно-гігієнічних вимог.

Особливі вимоги пред'являються в експертизі інвестиційних проектів із залученням іноземних інвестицій, по котрим інвестори претендують на одержання додаткових податкових, митних і інших пільг. Визнання інвестиційного проекту з залученням іноземних інвестицій відповідним вимогам здійснюється Агенцією міжнародного співробітництва й інвестицій на основі незалежної експертної комісії, що створюється цією Агенцією.

7. **Регулювання умов здійснення інвестиції за межі держави** покладено на Національний банк України. Відповідно до чинних нормативних актів встановлені умови надання індивідуальних ліцензій на здійснення резидентами інвестицій за рубежом.

3. **Форми державної підтримки інвестиційного процесу**

Форми участі держави в інвестиційному процесі промислових підприємств різноманітні (рис. 3.4). Однією з таких форм, яка була дуже поширеною в економіці адміністративно-централізованого типу, є прямі бюджетні інвестиції.

Але дефіцит держбюджету України не дозволяє розраховувати на інтенсифікацію інвестиційного процесу за рахунок централізованих джерел фінансування. За останній час частка бюджетних джерел фінансування в Україні постійно знижується і сфера такої форми участі держави в інвестиційному процесі промислових підприємств неухильно скорочується. Якщо в 1990 році частка капіталовкладень із централізованих джерел складала 33 % від їхнього загального рівня, у 1996 році – 15 %, то в 1997 році вона скоротилася до 8 %, а в 2002 році склала деяким більш 9 %. Викликано таку тенденцію впливом цілого ряду чинників, найбільше значними з яких є поява недержавного сектора економіки, багато підприємств якого працюють незадовільно, низькі темпи зростання виробництва в країні, напруженість, що зберігається, у фінансово-кредитній сфері.

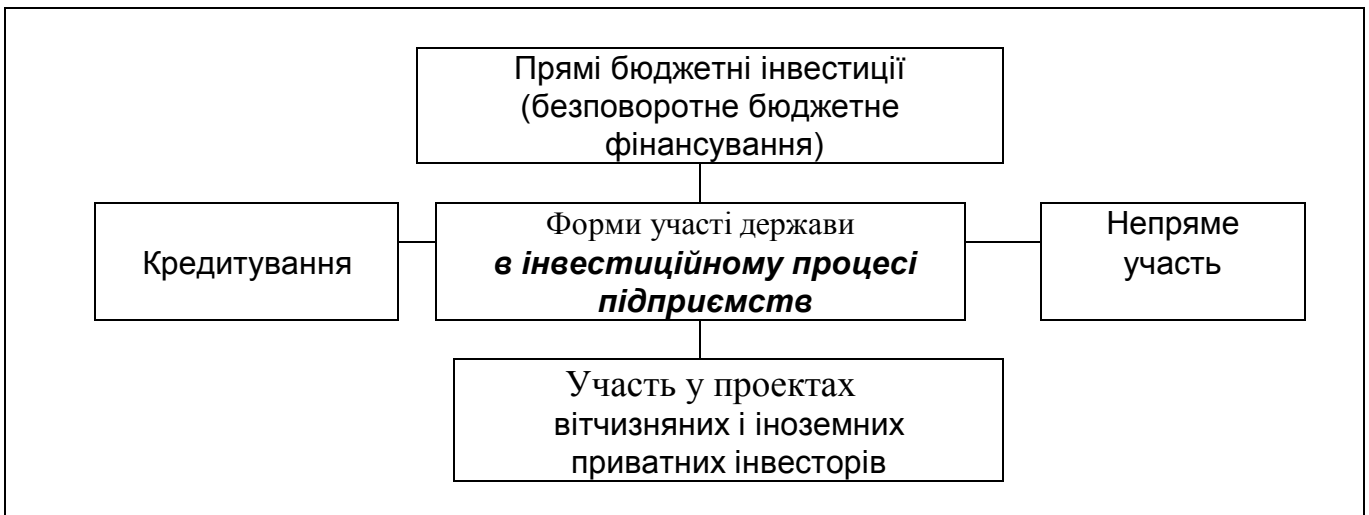


Рис. 3.4. **Форми участі держави в інвестиційному процесі підприємств**

Характерною рисою сучасної участі держави в інвестиційному процесі підприємств є зниження ролі такої форми, як безповоротне бюджетне фінансування (прямі бюджетні інвестиції) і значне поширення інших форм.

При обмеженості бюджетних ресурсів, як потенційного джерела інвестицій, держава змушена перейти від безповоротного бюджетного фінансування до кредитування, що передбачає жорсткість контролю за цільовим використанням пільгових кредитів, упровадження системи застави майна і нерухомості для забезпечення гарантій повернення кредиту. Державні централізовані вкладення передбачається спрямовувати на реалізацію обмеженого числа регіональних програм, створення особливо ефективних структуроутворюючих об'єктів підтримки державної інфраструктури, подолання наслідків стихійних лих, надзвичайних ситуацій, рішення найбільше гострих соціальних і економічних проблем.

Падіння обсягів інвестицій у національну економіку в значній мірі пояснюється саме тим, що скорочення бюджетного фінансування не підкріплювалося зростанням капіталовкладень підприємств, які на цей час є недостатніми для здійснення необхідних масштабних і довгострокових інвестицій.

Слід зазначити принципову зміну підходу держави до процесу фінансування інвестицій у формі централізованих капітальних вкладень.

Ця зміна полягає у переході від розподілу державних капітальних вкладень між галузями і регіонами до виборчого часткового фінансування конкретних об'єктів і формування їхнього складу (у тому числі об'єктів і виробничих потужностей для державних потреб) на конкурсній основі. У сфері виробництва пріоритет віддається не прямим і, як правило, безповоротним бюджетним асигнуванням, а стимулюванню шляхом участі держави в проектах вітчизняних і іноземних приватних інвесторів. Для цілей фінансування високоефективних інвестиційних проектів за участю комерційних структур виділяється до 0,5 % ВВП, а розмір державної підтримки в залежності від виду проекту складає від 20 до 50 % його вартості. По особливих категоріях проектів а розмір державної підтримки може бути доведений навіть до 70-80 % вартості проекту.

У сфері промислових інвестицій держава трансформує свої функції, прямуючи до ролі комерційного інвестора і партнера інвесторів недержавних. Воно надає усе більше значення забезпеченню своєю підтримкою не стільки пільгових джерел фінансування, скільки наданню гарантій приватному інвестору, зниженню для нього ризиків, у тому числі непідприємницьких, і трансакційних витрат. Для цього використовується страхування інвестицій, сертифікація й експертиза, державні гарантії, включаючи зобов'язання по поверненню частини вкладених ресурсів при зриві інвестиційного проекту.

Останнім часом посилюється значення непрямих форм участі держави в підтримці інвестиційного процесу підприємств. Причому, ці форми передбачають, що держава прямо, тобто шляхом прямих бюджетних інвестицій, не бере участь в інвестиційному процесі.

Непряма участь держави в інвестиційному процесі підприємств виявляється в створенні таких умов, що сприяли б як інтенсифікації інвестиційного процесу в цілому, так і ефективності його окремих етапів.

Непряма участь держави в інвестиційному процесі промислових підприємств може виступати в різних формах (рис. 3.5).

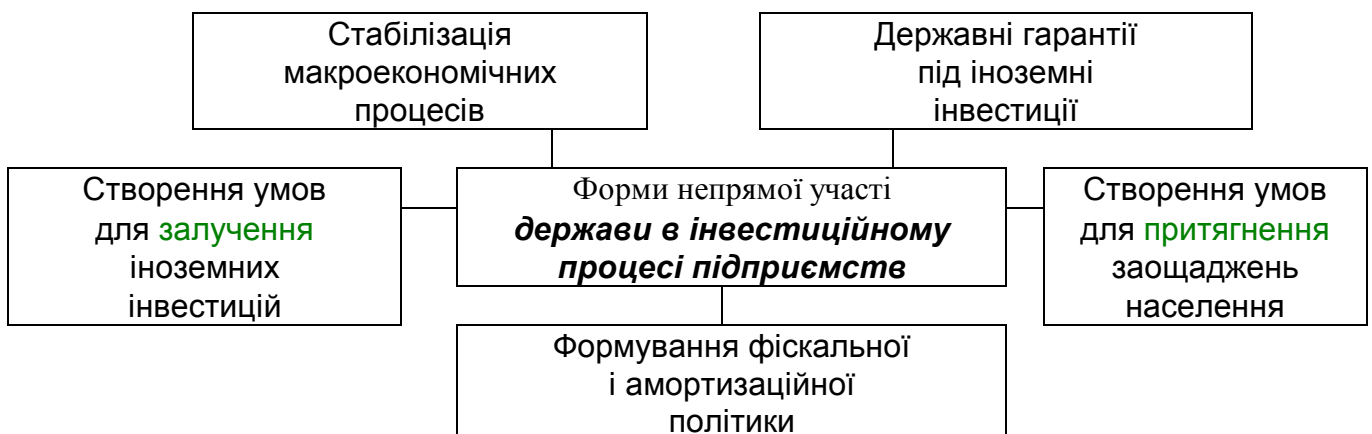


Рис. 3.5. Форми непрямой участі держави в інвестиційному процесі промислових підприємств

Розглянемо форми непрямой участі держави в інвестиційному процесі.

Забезпечення стабільного макроекономічного середовища здійснюється державою за допомогою економічної політики, що провадиться. Ця політика здатна істотно впливати на як на стан підприємств, так і на його оточення та умови інвестування, і отже, на його інвестиційну активність. В періоди нормального розвитку економіки країни пріоритетною задачею держави є не пряма участь в інвестиційному процесі і підтримка окремих підприємств, а саме стабілізація ринків капіталу і створення сприятливого інвестиційного клімату в економіці в цілому, а

Забезпечення стабільного макроекономічного середовища і регулювання величини процентної ставки, тобто вартості капіталу, у відповідності із різноманітними економічними теоріями здійснюється по-різному. Так, відповідно до кейнсіанської та некейнсіанської теорій це можливо при реструкціоністській або експансіоністській політики держави. Відповідно до положень монетаристської теорії стабілізацію макроекономічного середовища можна забезпечити шляхом контролю грошової маси і кредитно-грошової емісії.

Але незалежно від рекомендацій тієї або іншої теорії, **підтримка стабільності процентних ставок і стійкого низького рівня інфляції вважаються найбільше важливим аспектом впливу держави на інвестиційний процес.**

Формування амортизаційної та фіскальної політики є істотним з погляду формування на підприємстві внутрішніх інвестиційних ресурсів. Прискорена амортизація виступає як чинник, що сприяє накопиченню і відновленню капіталу, а зниження ставок оподаткування прибутку розширює можливості його реінвестування. До загальних інструментів стимулювання інвестицій належать також надання різноманітного роду податкових і митних пільг активним інвесторам, у тому числі іноземним, і ряд інших мір.

Методи державного регулювання інвестиційної політики покликані також забезпечити залучення інвестицій іноземних держав. До теперішнього часу можна констатувати, що політика залучення іноземних інвестицій в Україні виявилася далеко не такою результативною, як передбачалася, що проявляється, перш за все, у обсягах іноземних інвестицій, що надійшли у країну.

За роки незалежності іноземними інвесторами в економіку України було вкладено майже 3 млрд. доларів інвестицій. Основними формами залучення іноземних інвестицій були грошові внески (57,8% вкладеного обсягу), внески у вигляді рухомого і нерухомого майна (30,3%) та цінних паперів (6,2%).

На кожного жителя України припадає сьогодні близько 78 доларів накопичених прямих інвестицій.

Найбільша кількість реципієнтів іноземних капітальних вкладень є м Київ, Київська, Донецька, Запорізька, Полтавська, Одеська, Дніпропетровська області.

Серед галузей української економіки найбільшою популярністю у іноземних інвесторів користуються харчова промисловість (близько 20 % до загального обсягу інвестицій), внутрішня торгівля (майже 19 %), машинобудування та металообробка (9,0%), фінанси, кредит і страхування (близько 6,4%), паливна промисловість (майже 6 %).

Кожен з іноземних інвесторів знайшов для себе пріоритетну сферу вкладання капіталу. Так, у машинобудування та металообробку найбільші капітали спрямували інвестори із США, Німеччини та Великої Британії. Росія освоїла ринки сільгосппродукції та опановує фінансовий ринок, Швейцарія — хімічну промисловість та внутрішню торгівлю, Ірландія — транспорт, Нідерланди — харчову промисловість, Кіпр — будівництво.

Найбільші обсяги інвестицій здійснені нерезидентами із США (більш ніж 16 % до загального обсягу), Кіпру (майже 10 %), Нідерландів (майже 10 %), Російської Федерації (8 %), Великобританії (майже 8 %), (6 %), Віргінських островів (Брит.) (близько 5 %), Кореїської Республіки та Швейцарії (по 4 %). На ці країни припадає майже 70 %

загального обсягу прямих іноземних інвестицій, вкладених в українську економіку. А всього в Україну вклали інвестиції 110 країн світу.

Аналіз структури іноземних інвестицій показує, що навряд чи варто розраховувати, що іноземні інвестори не зацікавлені в створенні в Україні конкурентноспроможної економіки, здатної інтегруватися в світову економіку і зайняти в ній свою нішу. Переважна більшість приватних іноземних інвестицій направлялося і направляється в сферу торгівлі. Якщо це і реальні інвестиції, то вони мають на меті створення умов для торгівлі в Україні товарами зарубіжного виробництва. По суті, іноземні інвестиції в Україні є інвестиціями зарубіжних фірм у власне виробництво через проникнення на український ринок. Така практика є узвичаєною у усьому світі, але її не можна ототожнювати з інвестиційною діяльністю зарубіжних інвесторів.

Причому, слід зазначити, що зараз Україна є не тільки країною-реципієнтом, тобто країною, що приймає інвестиції, але й їх донором. За явної нестачі іноземних інвестицій в Україні (загальна потреба в них оцінюється приблизно у 40 млрд. доларів) відбувається їх зворотний рух, тобто має місце інвестування Україною до економік інших країн – країн СНД та Балтії, у Панаму, В'єтнам, Швейцарію, Кіпр.

Безумовно, обсяги прямих іноземних інвестицій дуже незначні для країни такого масштабу. Але слід враховувати ту обставину, що іноземні інвестиції грають двояку роль. З одного боку, іноземні інвестиції сприяють розвитку національної економіки, прикладом чого є економіка таких країн як Тайвань, Ізраїль, Південна Корея, Польща, Угорщина. З іншого боку, іноземні інвестиції в багатьох країнах призвели до негативних наслідків, зокрема, до збільшення дефіциту платіжного балансу, посиленню соціально-економічних диспропорцій і т.ін.

Заощадження населення можуть стати інвестиційними ресурсами лише за певних умов, формування яких значною мірою залежить від ефективності державного регулювання інвестиційної сфери. Заощадження населення є достатньо серйозним джерелом інвестиційних ресурсів. Інвестиційні заощадження, як вже зазначалося у першому розділі, – це особливий вид заощаджень, не призначений для потреб споживання, а вкладений у довгострокові фінансові активи (наприклад, акції, облігації).

Довгострокові заощадження населення являють собою в розвинених країнах основне джерело фінансових ресурсів на ринках капіталу.

Короткострокові заощадження використовуються на ринках короткострокових зобов'язань або за допомогою банківських інститутів. У цьому випадку заощадження населення надходять на нові види банківських рахунків – чекові процентні рахунки. Ці рахунки забезпечують власникам близький до ринкового прибуток по відсотках в умовах коливань ринкової кон'юнктури, а також можливість виписувати чеки по рахунку. До них, у першу чергу, варто віднести накази про вилучення внесків (НАУ-счета), депозитні рахунки і взаємні рахунки грошових ринків. Ця обставина дозволяє, наприклад, комерційним банкам США збільшити питому вагу залучених коштів до 93,2 % у загальних ресурсах. Це джерело фінансування інвестицій є в розвинених країнах є основним.

Частка заощаджень в особистих прибутках стала неухильно зростати після різкого скорочення в 1992-1993 роках. З 16,4 % у 1994 році вона зросла до 26,6 % у 2002 році. Але при цьому велика частина заощаджень населення направляється на придбання іноземної валюти, що зберігається вдома. За даними НБУ, сьогодні в Україні на руках у населення знаходиться майже 15 млрд. доларів США. Приріст банківських вкладів населення незначний через його недовіру банківській системі.

Стимулювати інвестиційну активність населення можна шляхом встановлення в інвестиційних банках більш високих у порівнянні з іншими банківськими установами процентних ставок по особистих внесках, залучення коштів населення на житлове будівництво, надання громадянам, що беруть участь в інвестуванні підприємства, першочергового права на придбання його продукції по відпускних цінах і т.ін.

Для притоку заощаджень населення на ринок капіталу необхідна широка мережа посередницьких фінансових організацій – інвестиційних банків і фондів (зокрема, пайових інвестиційних фондів), страхових компаній, пенсійних фондів, будівельних товариств і ін. Водночас важливо, по можливості, забезпечити захист тим, хто готовий вкласти свої гроші у фондові цінності, установив суворий державний контроль за підприємствами, що претендують на залучення коштів населення.

Надання державних гарантій по іноземних кредитах вважається важливим інструментом стимулювання інвестиційного процесу. В Україні практика використання державних гарантій при залученні вітчизняними підприємствами зарубіжних інвестицій одержала достатньо широке поширення. Надаючи державні гарантії, держава надає підтримку інвестиційному процесу на підприємствах, але без використання бюджетних коштів. Державні гарантії переносять ризик господарських рішень із рівня підприємства (як для кредитора, так і для позичальника) на той рівень, де формується економічна політика. Державні гарантії мають двоякий характер: з одного боку, вони можуть оживити ринок кредитних ресурсів, з іншого – призводять до перекручування конкуренції і зниженню народногосподарської ефективності.

В Україні використання державних гарантій, хоча і дозволило підприємствам одержати кредитні ресурси з-за кордону, але для держави призвело до збільшення зовнішнього боргу. За 1992-2000 роки зовнішній борг України по кредитних лініях у загальному обсязі зовнішніх запозичень збільшився у 2,6 рази. Основними кредиторами українських підприємств є Німеччина (приблизно 45 % заборгованості по кредитах під гарантію уряду) і США (майже 40 %).

Кредити, надані під державні гарантії, діляться на чотири групи (рис. 3.6):

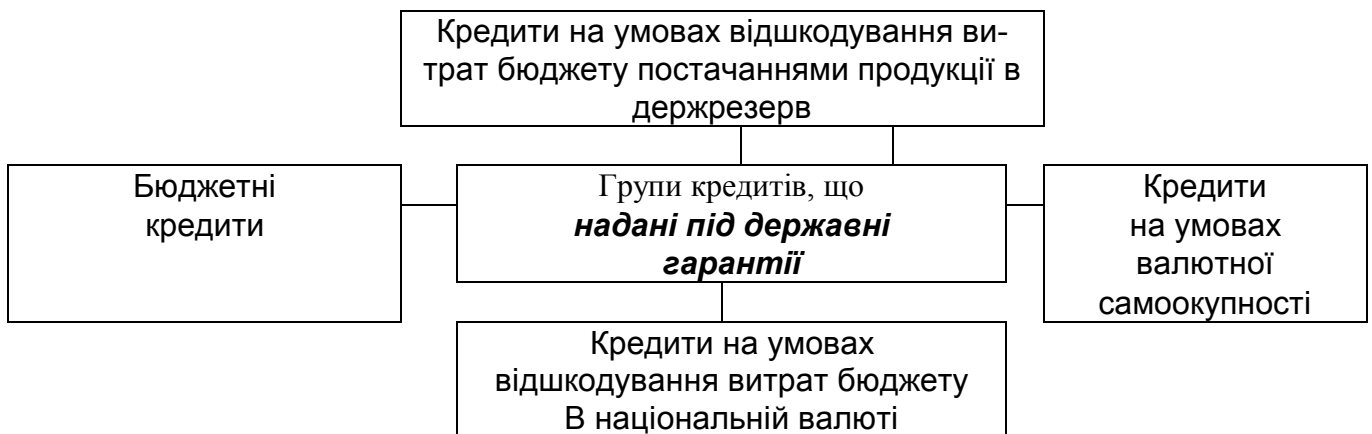


Рис. 3.6. Кредити, надані під державні гарантії

Бюджетні кредити одержують підприємства, але погашати їх і обслуговувати відразу передбачається за рахунок бюджету. Підприємства в цьому процесі не беруть участь. За рахунок такого кредиту фінансувалася, наприклад, реконструкція аеропорту "Бориспіль".

При наданні урядових гарантій споконвічно передбачається, що позичальники будуть відповідати в повному обсязі тільки по 49 % кредитів. Умови погашення й обслуговування по першій, третій і четвертій групі кредитів відразу ж передбачають участь бюджету, що значною мірою обумовлює низьку ефективність кредитів, отриманих під урядові гарантії.

Процедура залучення іноземних кредитів і надання гарантій Кабінету Міністрів України регламентується спеціальним положенням, затвердженим у 1997 році і змінним і доповненим у 1998-1999 роках. Ці зміни і доповнення припускають жорсткість про-

цедури одержання іноземних кредитів і більш того, ця форма підтримки інвестиційного процесу підприємств планується до скорочення.

Незважаючи на те, що гарантії уряду забезпечують більш легкий доступ до одержання інвестиційних ресурсів, настільки необхідних українським підприємствам, незважаючи на своєчасність і актуальність такої форми непрямой участі держави в інвестиційному процесі, існуюча практика показує, що процедура державних гарантій ще не до кінця відпрацьована, що призводить до недотримання інтересів однієї зі сторін, котрою частіше усього буває держава. Боржники відшкодовують витрати держави по гарантійних випадках у край неохоче і держава змушена розплачуватися за них. За 1992-1998 роки з загальної суми в 1,4 млрд. дол. США, сплаченої на користь іноземних кредиторів, 1,3 млрд. дол. (93 %) сплачено за рахунок коштів державного бюджету. Така ситуація свідчить про недосконалість процедури вибору підприємств, для інтенсифікації інвестиційного процесу яких держава надавала свої гарантії.

Серед недосконалих аспектів механізму надання державних гарантій варто назвати громіздкість процедури експертної оцінки інвестиційних проектів – ріст числа експертів (а сьогодні в цій процедурі беруть участь близько 11 організацій) збільшує витрати на її проведення, але не підвищує ступінь обґрунтованості вибору. Недосконалою є також оцінка вартості предмета (майна) застави, результати якого мають мало загального з ринковою вартістю предметів застави і їхньою ліквідністю і внаслідок цього не можуть виступати як гарантії повернення кредиту. Практичні можливості заставного права невеликі, хоча правова база для примусового відшкодування кредиту існує. Процедура банкрутства триває не менше 6 місяців.

Прихильники відмови від використання державних гарантій під іноземні кредити, як аргумент, використовують факт значного навантаження боргу на державний бюджет, що виникає при обслуговуванні і поверненні таких кредитів. Але, очевидно, таку форму підтримки інвестиційного процесу на промислових підприємств не можна вважати неефективною. Її ефективність, до речі, підтверджує і досвід зарубіжного використання, що найбільше поширення одержало у США і Німеччини. Мабуть, неефективною варто вважати не самому форму участі держави в забезпеченні підприємств інвестиційними ресурсами, а процедуру одержання і повернення кредитів зарубіжних інвесторів. Механізм дії державних гарантій, безумовно, потребує докорінного удосконалення. Навряд чи варто відмовлятися від такої форми участі держави в інвестиційному процесі підприємств тільки тому, що початкова реалізація цієї форми виявилася збитковою для держави. Очевидно, необхідно удосконалювати механізм надання державних гарантій.

Приведена характеристика форм участі держави в інвестиційному процесі підприємств, показує, що універсальної форми підтримки, що забезпечувала б рівною мірою допомогу держави на всіх етапах інвестиційного процесу підприємств усіх форм власності і будь-якої галузевої приналежності, не існує. Це зрозуміло, оскільки етапи інвестиційного процесу різноманітні по своїй економічній природі.

В даний час для українських підприємств найбільше актуальною є державна підтримка на етапі акумуляції накопичень, призначених для фінансування інвестиційних проектів і програм. Як показує практика діяльності українських підприємств, на таку підтримку в прямих або непрямих формах можуть розраховувати далеко не всі підприємства, а тільки ті, діяльність яких визнана значимою для національної економіки, окремих регіонів України, її зовнішньоекономічної діяльності і т.ін.

Необхідно створення такого механізму державної підтримки інвестиційного процесу підприємств, функціонування якого дозволило б розширити коло підприємств, що користуються державною підтримкою при накопиченні і заощадженні накопичень. При цьому критерієм входження підприємства в це коло повинні бути тільки показники прибутковості передбачуваних до впровадження інвестиційних проектів і програм (рис.3.7).

Перший принцип означає, що сумарні накопичення підприємств, що акумулюються за участю держави, повинні направлятися тільки на інвестиційні проекти, що дають віддачу в реальні строки, тобто такі проекти, що пов'язані зі збільшенням обсягів виробництва певної продукції, що має достатні конкурентні позиції на ринку. Подібний досвід накопичений у значних транснаціональних корпораціях і в міністерствах колишнього Радянського Союзу.



Рис. 3.7. Принципи участі держави в процесі акумуляції і збереження накопичень підприємств

У транснаціональних корпораціях цей процес протікає на основі створення єдиних інвестиційних фондів шляхом об'єднання накопичень їх структурних одиниць. За рахунок цих фондів фінансуються найбільше прибуткові проекти, пов'язані з діяльністю транснаціональних корпорацій. У галузевих міністерствах СРСР таку функцію виконував єдиний фонд розвитку науки і техніки. При всіх його недоліках він дозволяв фінансувати достатньо значні інвестиційні програми.

Другий принцип означає, що держава повинна відповідати за ефективність використання накопичень, що об'єднуються. Ця відповідальність припускає інвестування коштів на конкурсній основі, жорсткий контроль за ефективністю їхнього використання. У тому випадку, якщо накопичення, що інтегруються, будуть використовуватися тільки цілі на розширеного відтворення, з'являється можливість забезпечити їх збереження та необхідну норму прибутку.

Третій принцип дозволяє реалізувати важливу умову впровадження інвестиційних проектів підприємств, для чого, власне, підприємства і будуть звертатися за підтримкою до держави: можливість своєчасної оплати різноманітних етапів проекту відповідно до графіка робіт. У зв'язку з цим механізм державних гарантій повинний дозволяти одержувати підприємству передані державі для зберігання свої накопичення до наміченого строку. Це передбачає чітку координацію декількох фінансових потоків – потоку використання узагальнених накопичень, потоку оплати конкретного інвестиційного проекту підприємства і фінансових потоків по виконанню замовлень підприємства його партнерами.

Четвертий принцип означає, що накопичення підприємств, що одержали в тієї або іншій формі гарантії держави по збереженню ресурсів, що акумулюються, не мо-

жуть конфіскуватися навіть у випадку наявності бюджетної заборгованості підприємства, заборгованості перед банками й іншими фінансовими організаціями. Тільки у випадку повного банкрутства підприємства його накопичення можуть направлятися на погашення кредиторської заборгованості. При цьому було б доцільно використовувати їх на погашення кредиторської заборгованості перед підприємствами, що понесло витрати на виконання замовлень по інвестиційному проекту, під який накопичувалися і резервувалися ресурси. Такий підхід знизив би ризик економічних утрат підприємств при їхній участі у виконанні інвестиційного проекту.

П'ятий принцип означає, що використання накопичень підприємств у загальнодержавних інвестиційних програмах повинно бути рівновигодним як власнику накопичень – підприємству, так і державі. Вигода підприємства визначається рівнем прибутку, що воно одержить від тимчасового розміщення своїх накопичень, і мірою захисту цих накопичень від впливу інфляції, можливої конфіскації і т. ін. Оцінка вигоди держави проводиться по більш складній схемі і повинна враховувати як прямі прибутки від інвестиційних програм, так і мультиефект для макроекономічного господарського комплексу від реалізації інвестиційних проектів підприємств.

Шостий принцип доповнює попередні в частині жорсткого контролю за цільовим характером використання об'єднаних накопичень підприємств. Саме цільовий характер їхньої використання є основною умовою збереження накопичень підприємств і працездатності механізму їхньої державної підтримки.

Реально викладений підхід може бути реалізований на основі використання спеціальних прийомів, властивих ринковій економіці. При адміністративному управлінні подібна задача вирішувалася шляхом уведення нормативів відрахування частини прибутку й амортизаційних накопичень у централізовані фонди. При ринкових механізмах управління необхідно створювати умови, коли підприємству було б більш вигідно йти на співробітництво з державою, чим самому ризикувати своїми накопиченнями. Для цього необхідно використання ринкових інструментів, таких, наприклад, як цінні папери.

Короткі висновки

1. Самий по собі ринковий механізм не в змозі автоматично забезпечити інтенсивність інвестиційного процесу, тому створення сприятливого інвестиційного клімату в країні пов'язано з чітким державним регулюванням інвестиційної діяльності.
2. Участь держави в інвестиційному процесі підприємств може виступати в різних формах – як у формі прямих бюджетних інвестицій, так і у непрямих формах (формування фіскальної й амортизаційної політики, створення умов для залучення іноземних інвестицій, заощаджень населення, державні гарантії під іноземні кредити).
3. Заощадження населення є достатньо серйозним джерелом інвестиційних ресурсів. Для залучення заощаджень населення необхідно різними засобами стимулювати інвестиційну активність населення. Водночас важливо, по можливості, забезпечити захист тим, хто готовий вкладати свої гроші у фондові цінності, установив суворий державний контроль за підприємствами, що претендують на притягнення коштів населення.
4. Універсальної форми підтримки, що забезпечувала б рівною мірою допомогу держави на всіх етапах інвестиційного процесу підприємств усіх форм власності і будь-якої галузевої приналежності, не існує.

Розділ 5. МЕТОДИ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ

ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

- 5.1. Інвестиційна привабливість підприємства
- 5.2. Методика оцінки інвестиційної привабливості підприємства, заснована на аналізі фінансових показників
- 5.3. Сутність та структура об'єктного аналізу підприємства
- 5.4. Оцінка виробничого потенціалу підприємства.
- 5.5. Оцінка ринкових можливостей підприємства
- 5.6. Інтегрована оцінка виробничого потенціалу і ринкових можливостей підприємства.
- 5.7. Використання нефінансових оцінок у визначенні інвестиційної привабливості підприємства

ВИВЧИВШИ ЦЕЙ РОЗДІЛ, ВИ МАЄТЕ:

ЗНАТИ	<p>СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА</p> <p>ЧИННИКИ, ЩО ВИЗНАЧАЮТЬ ІНВЕСТИЦІЙНУ ПРИВАБЛИВІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА</p> <p>МЕТОДИ ВИВЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА</p> <p>СУТНІСТЬ МЕТОДИК АНАЛІЗУ Й ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА, ЇХ ПОЗИТИВНІ РИСИ ТА НЕДОЛІКИ</p>
ВМІТИ	<p>АНАЛІЗУВАТИ ЧИННИКИ, ЩО ВИЗНАЧАЮТЬ ІНВЕСТИЦІЙНУ ПРИВАБЛИВІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА</p> <p>ЗАСТОСОВУВАТИ МЕТОДИКУ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА, ЗАСНОВАНУ НА АНАЛІЗІ ФІНАНСОВИХ ПОКАЗНИКІВ</p> <p>РОЗРАХОВУВАТИ ПОКАЗНИКИ, ЩО ПЕРЕДБАЧЕНІ ОБ'ЄКТНИМ АНАЛІЗОМ ПІДПРИЄМСТВА</p> <p>ВИКОРИСТОВУВАТИ НЕФІНАНСОВУ ОЦІНКУ У ВИЗНАЧЕННІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА</p>

5.1. Інвестиційна привабливість підприємства

Заключним етапом аналізу інвестиційної привабливості є оцінка інвестиційної привабливості окремих суб'єктів господарювання. Така оцінка проводиться інвестором при визначенні доцільності здійснення інвестицій у розширення і технічне переозброєння діючих підприємств, при виборі для придбання альтернативних об'єктів, при покупці акцій окремих акціонерних товариств.

Інвестиційна привабливість підприємства – це його інтегральна характеристика як об'єкта майбутнього інвестування з позиції перспектив розвитку (динаміки обсягів продажів, конкурентоспроможності продукції), ефективності використання ресурсів і активів, їхньої ліквідності, стану платоспроможності і фінансової стійкості, а також значення ряду неформалізованих показників (рис. 5.1).



Рис. 5.1. Аспекти інвестиційної привабливості підприємств

Найважливішою задачею аналізу інвестиційної привабливості підприємства є послідовний набір даних і вибір такої системи показників, що могли б бути найбільше ефективно використані для оцінки інвестиційної привабливості.

При оцінці інвестиційної привабливості необхідно враховувати галузеву приналежність суб'єкта господарювання. Це пов'язано із впливом галузевої специфіки на фінансовий і інвестиційний цикл підприємства, ресурсний потенціал і джерела фінансування. Порівняльну оцінку інвестиційної привабливості доцільно здійснювати по підприємствах, що ставляться до однієї галузі народного господарства.

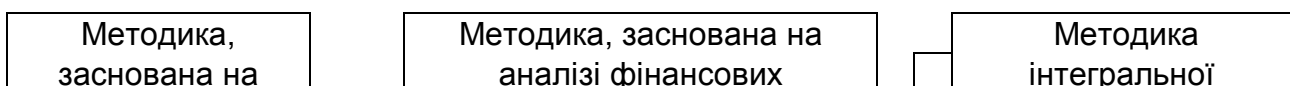
При аналізі інвестиційної привабливості підприємства варто пам'ятати, що інвестиційна привабливість знаходиться під впливом таких чинників, що не мають вартісної оцінки (неформалізованих чинників): політичні і загальноекономічні зміни, реорганізація галузі, зміна форми власності, діловий імідж керівництва підприємства і т.ін.

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

У вітчизняній практиці застосовуються різноманітні методики аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства, основні з яких подані на **рис. 5.2**.

Кожна з методик аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства має свої особливості, але призначення всіх цих методик зводиться до одного: установити, чи доцільно інвестування коштів в аналізоване підприємство.

Крім методик аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства, поданих на **рис. 5.2**, існує і ряд інших методик:



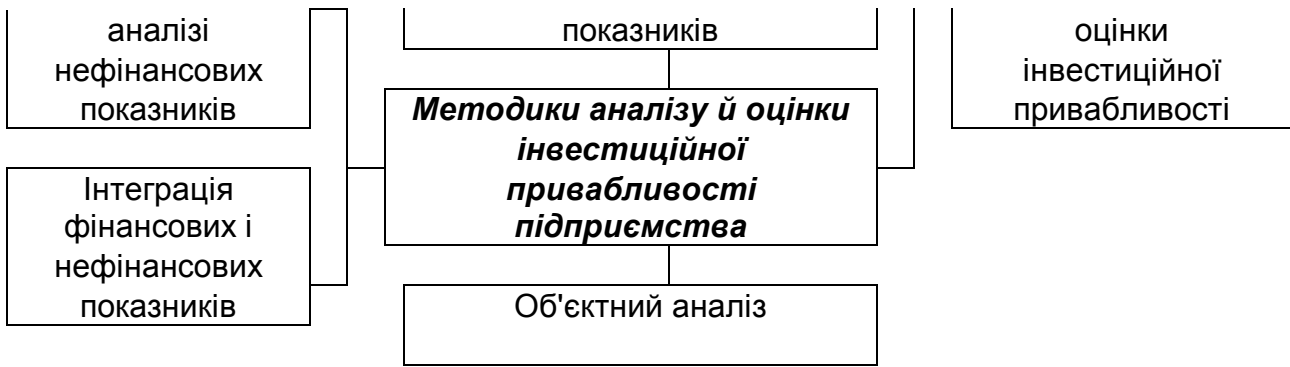


Рис. 5.2. Методики аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства

методика, розроблена колективом авторів Київського державного технічного університету будівництва й архітектури, у якій, крім визначення фінансових показників дослідження інвестиційної привабливості підприємства зв'язується із розрахунками фінансової ефективності окремих інвестиційних проектів в умовах непевності, ризику, обмеженості фінансових ресурсів і т.ін.;

методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості, запропонована Агенцією із питань запобігання банкрутства підприємств і організацій, що дозволяє комплексно підійти до оцінки суб'єктів господарювання на предмет їхньої надійності і придатності для майбутнього інвестування.

Розглянемо докладно зміст кожної методики аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства.

5.2 Методика оцінки інвестиційної привабливості підприємства, заснована на аналізі фінансових показників

Методика, заснована на аналізі фінансових показників, є найбільше відомою з усієї сукупності приведених на **рис. 5.2** методик. Відповідно до цієї методики аналіз інвестиційної привабливості підприємства здійснюється в послідовності, приведеної на **рис. 5.3**.

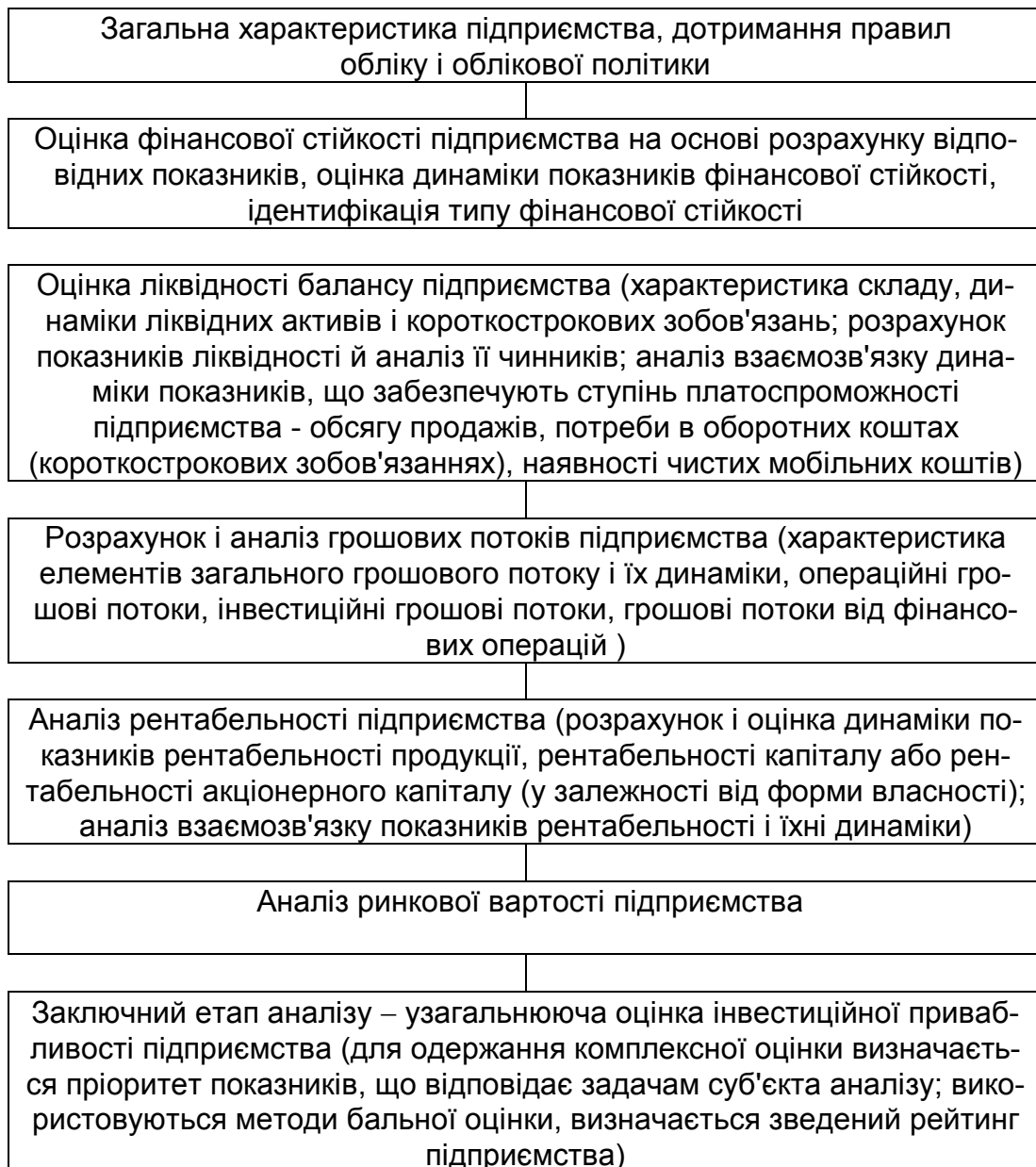


Рис. 5.3. Послідовність аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства на основі аналізу фінансових показників

Аналіз і оцінки інвестиційної привабливості підприємства на основі аналізу фінансових показників передбачає дослідження фінансово-економічних процесів на підприємстві (табл. 5.1).

Для оцінки інвестиційної привабливості використовують різноманітні фінансові коефіцієнти. Їхній склад визначається виходячи з цілей і глибини аналізу, а також із врахуванням інтересів трьох основних груп користувачів (табл. 5.2). Варто підкреслити, що коефіцієнти несуть найбільший зміст у тому випадку, коли можна

простежити їх динаміку за певний час, наприклад, 3-5 років, або провести порівняльний аналіз, наприклад, до і після реалізації інвестиційного проекту.

Таблиця 5.1

Цілі аналізу фінансово-економічних процесів на підприємстві

Фінансовий облік й аналіз фінансового стану	Аналіз інвестиційної привабливості
Оцінка фінансових результатів	Інтерпретація фінансової інформації для оцінки і прогнозу розвитку бізнесу
Оцінка вартості активів	Порівняльний аналіз для галузевої оцінки положення підприємства
Аналіз впливу системи оподаткування на фінансові результати	Аналіз і прогноз ціни акцій акціонерного товариства у взаємозв'язку з тенденціями на фондовому ринку

Але навіть у цьому випадку до їхнього тлумачення необхідно підходити з відомою обережністю.

Таблиця 5.3

Система фінансових коефіцієнтів

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

Для аналізу інвестиційної привабливості підприємства використовується така система фінансових показників.

1. Структура джерел формування активів підприємства.

Фінансовий стан підприємства в більшості випадків залежить від того, які кошти має підприємство, відкіля вони взялися і куди вкладені. Від опрацювання правильної політики формування джерел коштів дозволить підприємствам підвищити не тільки ефективність своєї діяльності, але й інвестиційну привабливість.

Оцінка структури джерел фінансових ресурсів здійснюється на підставі даних, приведених у пасиві балансу підприємства. При цьому спочатку встановлюється, за рахунок яких джерел сформовані кошти підприємства, структура цих джерел, динаміка її зміни протягом ряду років, а також причини змін окремих джерел, а потім дається оцінка цим змінам за аналізований період.

Структура джерел коштів характеризується трьома показниками:

коефіцієнт фінансової незалежності (коефіцієнт автономії, коефіцієнт власності), що розраховується як відношення власного капіталу до загальної суми капіталу (валюти балансу):

$$K_{\text{фн}} = \frac{\text{Власний капітал}}{\text{Загальний капітал}}, \quad (5.1)$$

Особливе значення цей показник має для інвесторів і кредиторів. Його граничне значення складає 0,6-0,7. Якщо значення коефіцієнта менше 0,6-0,7, то рівень фінансової незалежності є низьким;

коефіцієнт фінансової залежності, що характеризує частку боргу в загальному капіталі підприємства, і розраховується як відношення позикового капіталу до загального капіталу (валюти балансу):

$$K_{\text{фз}} = \frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Загальний капітал}}, \quad (5.2)$$

Цей показник тісно пов'язаний із попереднім і може бути розрахований іншим способом – відніманням з одиниці коефіцієнта власності.

Аналітику дуже важливо мати уявлення про частку боргу підприємства, тому що підприємства з високим рівнем боргу мають більш високий прибуток лише в тому випадку, коли економічні умови нормальні, і їхня норма прибутку вище від-

сотків по кредиту. Але підприємства ризикують одержати збитки, коли економіка знаходиться в стані застою. Підприємства з нульовим боргом менше ризикові, проте, у період економічного росту в країні вони недоодержують прибуток;

коефіцієнт фінансового ризику (плече фінансового важеля, коефіцієнт обов'язковості), що розраховується відношенням позикового капіталу до власного:

$$K_{фр} = \frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Власний капітал}}, \quad (5.3)$$

Співвідношення між позиковим і власним капіталом доповнює попередні показники, характеризуючи структуру капіталу. Протягом багатьох років Всесвітній банк застосовував максимальне співвідношення власних і позикових коштів – 40:60. Для підприємств із стабільною прибутковістю іноді використовувалося співвідношення 30:70. Для підприємств, що мають значні коливання в розмірі грошових надходжень, використовувалися менші співвідношення. Для фінансових посередників показники можуть знаходитися в межах від 25:75 для нових підприємств до 10:90 для "старих", що мають добру репутацію.

У фінансовій науці за критичне значення даного показника прийнята одиниця. Якщо показник перевищує цю межу, то фінансова стійкість підприємства викликає сумнів.

Таким чином, чим вище рівень першого показника і нижче рівні другого і третього, тим стійкіше фінансовий стан підприємства.

2. Структура активів підприємства.

Аналіз структури активів, що дозволяє оцінити виробничий потенціал підприємства, здійснюється на підставі даних активу бухгалтерського балансу (ф. №1 фінансової звітності).

Для характеристики структури активів використовують такі показники:

наявність, динаміка і питома вага виробничих активів у загальній вартості майна;

наявність, динаміка і питома вага основних засобів у загальній вартості майна;

коефіцієнт зносу основних засобів, тобто відношення суми зносу основних засобів і нематеріальних активів до їхньої початкової вартості; наявність, динаміка і питома вага капітальних вкладень і їхнє співвідношення з фінансовими вкладеннями;

наявність, динаміка, структура і питома вага запасів у загальній вартості майна;

стан, динаміка, структура і питома вага дебіторської заборгованості в загальній вартості майна;

коефіцієнт мобільності коштів, тобто відношення вартості оборотних коштів до вартості всіх засобів підприємства;

коефіцієнт мобільності оборотних коштів, тобто відношення вартості найбільше мобільної частини оборотних коштів до їхньої загальної вартості.

На підставі отриманих розрахунковим шляхом даних здійснюються висновки про виробничу і фінансову політику підприємства.

3. Оцінка платоспроможності і ліквідності підприємства.

В умовах ринкових відносин найважливішою умовою господарської діяльності вважається платоспроможність підприємства, під якою розуміють можливість підприємства наявними коштами своєчасно погасити свої термінові зобов'язання.

Зовнішні суб'єкти аналізу інвестиційної привабливості підприємства не в змозі за даними фінансової звітності зробити однозначний висновок про платоспроможність підприємства і з цією ціллю удають до аналізу його ліквідності.

Ліквідність означає легкість, із якою актив можна перетворити в гроші, зберігаючи його повну цінність. Тому ліквідність – це спроможність підприємства перетворювати свої активи в гроші для покриття необхідних платежів у міру наближення їхніх строків і швидкість здійснення цього перетворення. Стан ліквідності характеризує рівень інвестиційних ризиків у короткостроковому періоді.

Поняття платоспроможності і ліквідності підприємства дуже близькі, але поняття ліквідності є більш ємним: від ступеня ліквідності залежить платоспроможність підприємства.

Ліквідність характеризується рядом показників, до числа яких належать:

коефіцієнт абсолютної ліквідності (коефіцієнт платоспроможності). Він визначається за формулою:

$$K_{ал} = \frac{\text{Грошові засоби} + \text{Короткотермінові фінансові укладення}}{\text{Короткотермінова кредиторська заборгованість}}, \quad (5.4)$$

Цей коефіцієнт є найбільше жорстким критерієм платоспроможності і ліквідності підприємства і показує, яку частину короткострокової заборгованості підприємство зможе погасити у теперішній момент або найближчим часом. Теоретично вважається, що коефіцієнт абсолютної ліквідності повинний бути вище 0,2-0,25. Це означає, що підприємство може у теперішній момент погасити на 20-25 % короткострокових боргів, і його платоспроможність вважається нормальною;

коефіцієнт покриття (загальний коефіцієнт ліквідності, коефіцієнт поточної ліквідності). Він розраховується по формулі:

$$K_{п} = \frac{\text{Текучі активи}}{\text{Текучі зобов'язання}}, \quad (5.5)$$

За допомогою коефіцієнта покриття можна оцінити загальну ліквідність і визначити, якою мірою поточні кредиторські зобов'язання забезпечуються поточними активами. Теоретичне значення цього показника складає 1,25-2,5. При високій оборотності оборотних коштів значення коефіцієнта може бути і нижче, але обов'язково повинно перевищувати одиницю. Якщо значення коефіцієнта менше одиниці, то можна припустити таке:

підприємство не сплачує своїх боргів по мірі закінчення строків їх погашення і може бути оголошено в судовому порядку банкрутом;

підприємство фінансувало придбання основних фондів за рахунок короткострокової заборгованості, що неприйнятно.

Низький коефіцієнт поточної ліквідності означає слабку можливість покриття поточних зобов'язань поточними активами. Чим вище коефіцієнт, тим вище міцність підприємства.

Різниця між поточними активами і поточними зобов'язаннями складає оборотний капітал підприємства, який можна використовувати для фінансування поточних потреб при поганій кон'юктурі ринку. Занадто високий коефіцієнт покриття може свідчити про неякісне управління запасами і коштами, про їхнє омертвляння, у той час як вони повинні приносити прибуток;

проміжний коефіцієнт покриття (коефіцієнт критичної ліквідності). Цей коефіцієнт визначається за формулою:

$$K_{\text{ПП}} = \frac{\text{Текучі активи} - \text{Запаси} - \text{Затрати}}{\text{Текучі зобов'язання}}, \quad (5.6)$$

Існує й інший варіант розрахунку цього показника: відношення суми коштів, короткострокових фінансових вкладень і дебіторської заборгованості до суми поточних активів.

Теоретичне значення проміжного коефіцієнта покриття признається достатнім на рівні 0,7-0,8.

Для більш глибокого аналізу платоспроможності і ліквідності підприємства використовуються й інші показники – коефіцієнти самофінансування, достатності коштів, капіталізації коштів, які детально описані в економічній літературі.

У процесі аналізу інвестиційної привабливості вивчається не тільки поточна, але і перспективна платоспроможність і ліквідність підприємства.

Розрізняють два види ліквідності – тривалу і протекційну.

Тривала ліквідність стосується надходження і вибуття грошової маси у виді придбання ресурсів, у процесі виробництва і реалізації готової продукції протягом певного періоду часу.

Протекційна ліквідність – це можливість підприємства швидко пристосуватися до непередбачених потреб у фінансових ресурсах і існуванні способів для їхнього збільшення. Невисоке значення показників тривалої і протекційної ліквідності підприємства означає, що можливості самостійної інвестиційної діяльності в

нього обмежені, при цьому в майбутньому дуже ймовірним є його звертання за наданням фінансової допомоги.

4. Оцінка фінансової стійкості.

Стійкість є основною умовою життєдіяльності й основою стабільного стану підприємства в ринковій економіці. Головною складовою загальної стійкості є фінансова стійкість, що формується в процесі всієї фінансово-господарської діяльності підприємства і відбиває постійне стабільне перевищення прибутків над витратами, вільне маневрування коштами підприємства, спроможність шляхом ефективного використання забезпечити безперервний процес виробництва і реалізації продукції, а також витрати на його розширення і відновлення.

Аналіз фінансової стійкості дозволяє оцінити інвестиційний ризик, пов'язаний із структурою формування інвестиційних ресурсів, виявити оптимальність сформованих джерел фінансування поточної виробничої діяльності. Для характеристики фінансової стійкості підприємства використовуються такі показники (табл. 5.6).

Таблиця 5.6

Показники фінансової стійкості підприємства

Показник	Спосіб розрахунку	Призначення
1. Ефект фінансового важеля		Показує економічний ефект, що знімається з кожної гривні власних коштів
2. Плече фінансового важеля		Характеризує фінансову незалежність підприємства від залучення позикових коштів
3. Коефіцієнт фінансової незалежності		Показує питому вагу власних коштів у сумі джерел фінансування
4. Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів		Показує частку довгострокових запозичень, залучених для фінансування активів підприємства поряд із власними коштами
5. Коефіцієнт маневреності власних коштів		Показує ступінь мобільності (гнучкості) використання власних коштів підприємства
6. Коефіцієнт на-		Характеризує інтенсивність зві-

копичення амортизації		льнення іммобілізованих в основних засобах і нематеріальних активах коштів. Показує, яка частка початкової вартості основних засобів погашена амортизаційними відрахуваннями
7. Коефіцієнт реальної вартості основних і матеріальних оборотних коштів у майні підприємства		Показує питому вагу витрат на виробничий потенціал підприємства в активах підприємства
8. Коефіцієнт реальної вартості основних засобів у майні підприємства		Показує ефективність використання засобів підприємства для підприємницької діяльності
9. Запас фінансової міцності		Показує можливий обсяг зниження витрат від реалізації до порога рентабельності, тобто до точки беззбитковості
10. Співвідношення фінансових витрат і економічного ефекту		Показує, яку частину економічного ефекту поглинає ціна кредиту
11. Коефіцієнт покриття інвестицій		Показує ту частину активів підприємства, що фінансується за рахунок стійких джерел - власних коштів і довго- та середньострокових кредитів
12. Співвідношення спроможності самофінансування і доданої вартості		Показує участь усіх джерел самофінансування у виробництві кожної гривні доданої вартості
13. Рамбурсна спроможність (I варіант)		Показує обсяг покриття заборгованості джерелами самофінансування підприємства. Розраховується як відношення спроможності до самофінансування до розміру позикових коштів підприємства
14. Співвідношення позикових коштів і спроможності самофінансування.		Розглядається як доповнення до попереднього показника
15. Рамбурсна спроможність (II варіант)		Показує, яку частину обороту підприємство відриває на відшкодування заборгованості і сплату відсотків по ній

16. Рентабельність власних засобів		Показує економічний ефект, що знімається підприємством із кожної гривні власних коштів
------------------------------------	--	--

Охарактеризуємо більш докладно деякі з приведених у **табл. 5.6** коефіцієнтів.

Коефіцієнт маневреності власного капіталу характеризує ступінь мобілізації власного капіталу і показує, яка частина власного капіталу є в обігу, тобто в тій формі, що дає можливість вільно маневрувати цими коштами. Чим вище цей показник, тим краще фінансовий стан підприємства, забезпечується велика гнучкість у використанні власних коштів суб'єкта, що хазяює. Оптимальне значення цього показника складає 0,3-0,5.

Коефіцієнт окупності відсотків за кредит (коефіцієнт покриття процентних платежів) застосовують для того, щоб знати, наскільки може зменшитися прибуток до того моменту, коли підприємство почне відчувати проблеми з виплатою відсотків за кредит. Цей показник також часто використовується як спосіб обмеження на довгострокове запозичення, зокрема, при реалізації інвестиційних проєктів. Різновидом коефіцієнта окупності відсотків за кредит може бути показник, що містить у знаменнику додаткову суму основного боргу. З практики Всесвітнього банку частіше усього вважається, що значення коефіцієнта окупності відсотків за кредит повинно складати 1,5. Проте розмір цього коефіцієнта може змінюватися від 1,3 до 2,0 і залежить від очікуваної стабільності прибутків підприємства. Якщо максимально необхідне покриття не досягається, то ставиться під сумнів можливість надання підприємству позики банку.

Коефіцієнт співвідношення витрат по виплаті відсотків і позикових коштів характеризує частку відсотків у позикових коштах і показує, во що обходиться їхнє залучення. По своїй суті цей показник – ціна боргу. Тому підприємство повинно прагнути до зниження його значення.

Для оцінки фінансової стійкості підприємства використовуються і показники, що характеризують структуру коштів підприємства, зокрема, коефіцієнт фінан-

сової незалежності, коефіцієнт фінансової залежності і коефіцієнт фінансового ризику.

З метою аналізу інвестиційної привабливості необхідно оцінити можливість банкрутства підприємства, використовуючи багатофакторні моделі відомих економістів, наприклад, п'ятифакторну модель Е. Альтмана (див. розділ 7), чотирьохфакторну модель Ліса, чотирьохфакторну модель Таффлера.

Говорячи про фінансову стійкість, варто звернути увагу, що однією з найважливіших економічних проблем є визначення її меж. Недостатня фінансова стійкість може призвести до неплатоспроможності підприємства і відсутності в нього коштів для розвитку виробництва й у цілому для діяльності. Зайва фінансова стійкість також негативно впливає на діяльність господарчого суб'єкта, оскільки виступає гальмом її розвитку, збільшуючи витрати через наявність зайвих запасів і резервів. Тому фінансова стійкість повинна характеризуватися таким станом фінансових ресурсів, яке б відповідало вимогам ринку й одночасно задовольняло потреби розвитку підприємства.

5. Оцінка прибутковості (рентабельності).

Рівень інвестиційної привабливості підприємства у певній мірі залежить від прибутковості діяльності і якості отриманого прибутку. При аналізі якості прибутку визначають питому вагу прибутку від основної діяльності в загальному обсязі балансового прибутку, темпи росту балансового прибутку, питому вагу чистого прибутку в балансовому прибутку.

Прибутковість діяльності підприємства характеризується за допомогою різноманітних показників рентабельності. Розрізняють дві групи показників:

рентабельність вкладень у майно (засоби) підприємства;

окремі види рентабельності, у тому числі рентабельність продукції.

По першій групі розраховуються показники рентабельності всього майна, власних засобів, виробничих фондів, фінансових вкладень. Вони визначаються як відношення прибутку до капіталу, рентабельність якого визначається. При цьому в чисельнику формули може бути балансовий, операційний або чистий прибуток, а в знаменнику – середні показники різноманітних видів капіталу підприємства (основні й оборотні кошти, власні кошти).

Рентабельність продукції підприємства визначається як відношення прибутку до виторгу від реалізації.

Висновки по показниках рентабельності можна зробити тільки аналізуючи їх у динаміці за ряд звітних періодів.

б. Оборотність капіталу.

Найважливішим елементом аналізу капіталу підприємства є оцінка його оборотності. Основними показниками оборотності капіталу є:

коефіцієнт оборотності загального капіталу, що обчислюється як відношення виторгу від реалізації продукції (робіт, послуг) до середньої вартості капіталу;
коефіцієнт оборотності поточних активів (оборотного капіталу), тобто відношення виторгу від реалізації продукції (робіт, послуг) до середньої вартості капіталу. Цей показник характеризує процес управління поточними активами підприємства. Якщо оборотні активи занадто великі, то можуть бути значними і витрати по їхньому збереженню або вони можуть бути неліквідними, наприклад, якщо продукція погано реалізується. Якщо оборотні активи низькі, то можуть бути загублені прибутки, оскільки продукція реалізується швидше, чим виробляється, а, отже, підприємство не задовольняє попит споживачів;

оборотність дебіторської заборгованості (у днях), що вказує на період очікування підприємством одержання коштів після реалізації продукції:

$$\text{Одз} = \frac{\text{Дебіторська заборгованість (нетто)}}{\text{Щоденна виручка}}, \quad (5.7)$$

Розраховане значення цього показника порівнюють із встановленими умовами продажу товарів: якщо товари реалізуються переважно з відстрочкою платежу в 45 днів, а оборотність дебіторської заборгованості становить 30 днів, то основна частина покупців затримує платежі підприємству, що виробляє продукцію.

В Україні неплатежі можуть мати технічну природу, при якій товар реалізований, а гроші на рахунок підприємства-виробника ще не надійшли. Особливо часто така ситуація зустрічається в тому випадку, коли замовником є держава і затримує платежі за виготовлену продукцію або виконані роботи. У більшості ж випад-

ків неплатежі є результатом поганої кредитної політики підприємства або його залежності від споживачів.

Ступінь зміни показників оборотності дозволяє визначити, наскільки потрібно прискорити або уповільнити виробництво і які заходи в області маркетингу необхідно розпочинати. Економічний ефект у результаті прискорення оборотності виражається у відносному звільненні коштів з обороту, а також у збільшенні суми прибутку. Таким чином, показники оборотності характеризують рівновагу між виробничою діяльністю і зусиллями в області маркетингу.

Аналіз поданих коефіцієнтів характеризує думку інвесторів про минуле підприємства і його майбутні перспективи. Фінансові коефіцієнти і додаткові показники дають корисну інформацію про фінансову спроможність підприємства. Проте при проведенні аналізу необхідно враховувати такі чинники:

чинник інфляції – інфляція завдає істотну шкоду аналізу фінансових звітів. Інфляції схильні всі активи і пасиви підприємства. Вона впливає на амортизаційні витрати, витрати на створення запасів і, нарешті, прибуток підприємства. Тому порівняльний аналіз підприємства варто проводити дуже обережно й обачно;

чинник "декорації вітрин", до якої підприємства можуть удавати для того, щоб їхні звіти виглядали для кредитора більш привабливими. Наприклад, підприємство могло взяти напередодні складання фінансового звіту позичку в іншому банку і по балансу на 1-е число його кошти будуть значними, а коефіцієнт ліквідності першокласним. Але ці характеристики не відбивають реальної картини;

чинник ведення бухгалтерського обліку – методи ведення бухгалтерського обліку можуть спотворювати результати при порівнянні діяльності підприємств.

Аналіз фінансового стану підприємства при всій його важливості і значимості не дозволяє одержати повну всебічну оцінку інвестиційної привабливості підприємства. У зв'язку з цим результати аналізу й оцінки фінансового стану підприємства повинні бути доповнені оцінкою його виробничого потенціалу і ринкових можливостей, що можна здійснити в ході об'єктного аналізу.

5.3 Сутність та структура об'єктного аналізу підприємства

Об'єктний аналіз використовується для одержання оцінки стану підприємства. Результатом об'єктного аналізу є порівняні інтегровані оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей підприємства, сполучення яких дозволяє отримати інтегральну оцінку інвестиційної привабливості підприємства.

Призначення об'єктного аналізу і сфера його використання різноманітні (рис.

5.4).

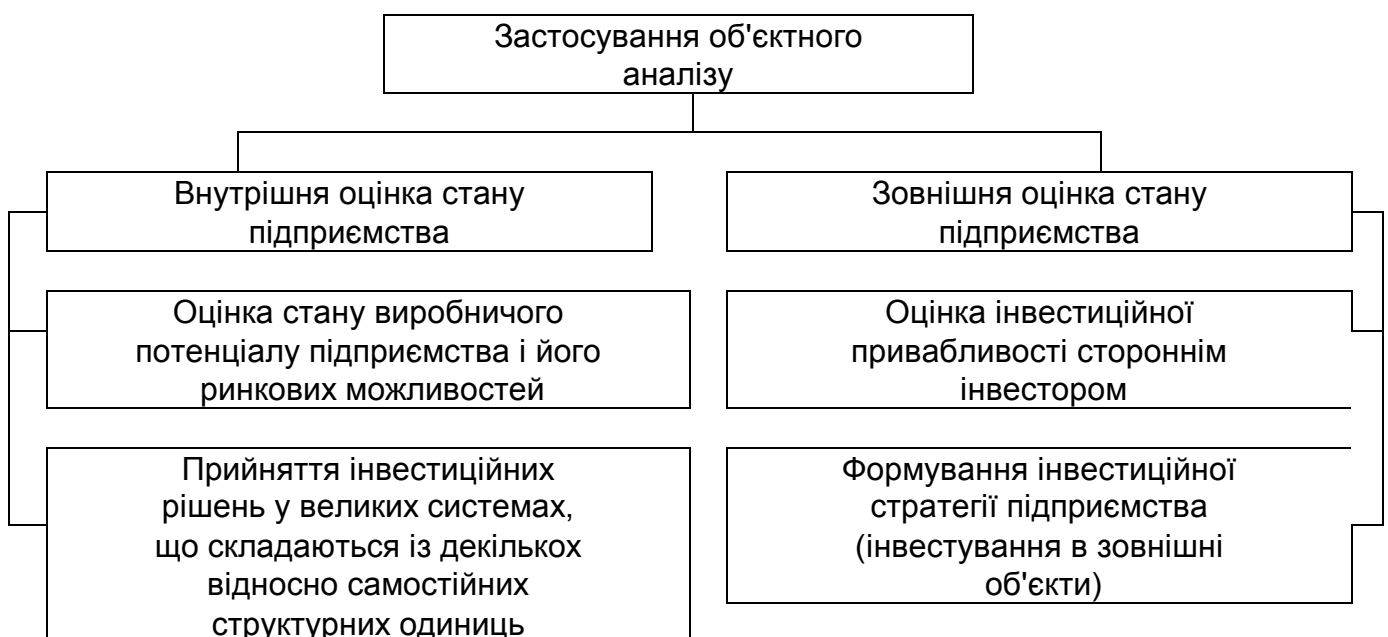


Рис. 5.4. Сфери застосування об'єктного аналізу

Об'єктний аналіз може бути використаний не тільки для цілей оцінки стану підприємства, але і при прийнятті рішень у рамках його інвестиційної стратегії щодо інвестування коштів у фінансові активи інших підприємств або трансферних інвестицій. Об'єктний аналіз дозволяє приймати рішення по складу великих підприємств, що складаються з декількох відносно незалежних структурних одиниць як на етапі формування таких підприємств, так і в процесі коригування їхнього складу шляхом реорганізації, ліквідації діючих, створення або залучення нових структурних одиниць.

Об'єктний аналіз носить комплексний характер, унаслідок чого в його рамках передбачається всебічне дослідження стану підприємства. У ході об'єктного аналізу розглядаються такі питання:

стан активної і пасивної частини основних фондів;

рівень прогресивності використовуваних технологій;

інноваційний наробіток;

конкурентоспроможність на ринку продукції, що випускається підприємством (світовому, національному, регіональному);

кадровий потенціал;

екологічні і ресурсні обмеження;

фінансовий стан підприємства.

Всі питання, досліджувані в рамках об'єктного аналізу, можуть бути об'єднані в трьох основних блоках (рис. 5.5).

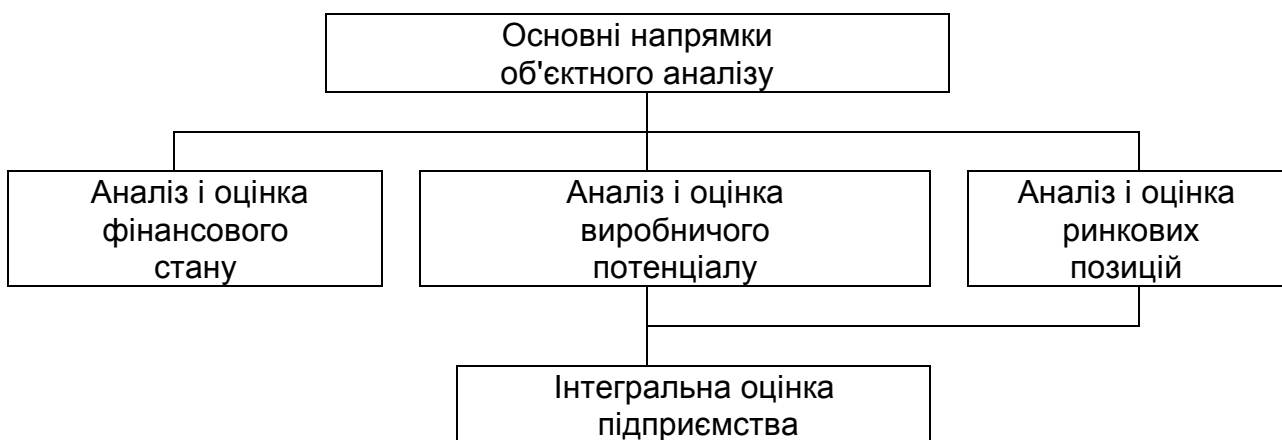


Рис. 5.5. Основні напрямки об'єктного аналізу підприємства

Аналіз і оцінка виробничого потенціалу. Виробничий потенціал підприємства визначається наявністю і рівнем використання засобів виробництва і трудових ресурсів. Дослідження виробничого потенціалу підприємства передбачає такі напрямки:

аналіз і оцінка стану і використання основних фондів;

визначення обмежень, наявних у діяльності підприємства;

дослідження прогресивності технологічних процесів;
аналіз використання трудових ресурсів; аналіз і оцінка якості управління підприємством.

Аналіз і оцінка стану і використання основних засобів підприємства повинні здійснюватися виходячи з особливостей його діяльності роздільно по активній і пасивній частині.

Оцінка активних виробничих фондів підприємства полягає у визначенні рівня фізичного і морального зносу наявного устаткування й у визначенні можливості забезпечення необхідної якості продукції (робіт, послуг) на базі наявного устаткування.

Одним із важливих чинників при оцінці виробничого потенціалу підприємства є чинник обмежень у його діяльності. Всі обмеження, що виникають у діяльності підприємства, діляться на такі групи: ресурсні обмеження, зовнішні обмеження й обмеження інфраструктури.

Ресурсні обмеження обумовлюють відсутність можливості забезпечення виробничого процесу необхідними видами ресурсів. До ресурсних обмежень ставляться обмеження по матеріальних, трудових ресурсах, по виробничих площах, а також обмеження, пов'язані з роботою устаткування. При аналізі ресурсних обмежень насамперед необхідно визначити джерело цих обмежень, причину їх виникнення і потім – можливість зняття їх.

Зовнішні обмеження не залежать в основній своїй більшості від результатів діяльності підприємства, але дуже істотно впливають на неї. До зовнішніх обмежень варто віднести екологічні обмеження, обмеження законодавчого характеру на певні види діяльності. Так, екологічні обмеження можуть негативно впливати на діяльність підприємства, причому, може виникнути дилема: або інвестувати значні кошти в захисні спорудження, що знижують шкідливий вплив виробничого процесу на навколишнє середовище, або істотно обмежити діяльність підприємства, що не дозволить цілком або частково здійснити інвестиційний проект.

Обмеження інфраструктури містять у собі транспортні обмеження (можливість залізничних, автомобільних комунікацій забезпечити потреби підприємст-

ва), складські обмеження (наявність власних або орендованих складських приміщень, необхідних для виробничої діяльності).

Виробничий потенціал підприємства реалізується за допомогою управління їм, тому для аналізу використання виробничого потенціалу необхідно дослідження рівня і якості управління виробничим потенціалом. Аналіз організації управління підприємством припускає оцінку якості прийнятих рішень і кваліфікації персоналу, оскільки успішна реалізація грамотно розробленої і добре оснащеної стратегії підприємства буде в кінцевому рахунку залежати від кваліфікації, досвіду і продуктивності виробничого й управлінського персоналу. Своєчасне забезпечення кваліфікованим персоналом для управління підприємством має важливе значення. Досвід показує, що в більшості випадків не занадто складно знайти кошти на розробку стратегії і забезпечити її ефективну реалізацію, якщо на підприємстві налагоджена структура управління і забезпечена спеціалістами відповідної кваліфікації.

Аналіз якості управління підприємством припускає оцінку роботи управлінського персоналу з позиції швидкості і якості прийнятих рішень, що дозволяють ефективно використовувати виробничий потенціал, ступеня одноступенчості і згуртованості управлінського персоналу.

Свідченням ефективною реалізації виробничого потенціалу підприємства є його ринкові позиції.

Аналіз та оцінка ринкових позицій. Ринкові позиції підприємства визначаються конкурентоспроможністю його продукції (робіт, послуг), можливістю зберегти або розширити ринки збуту. Виробничий потенціал підприємства є тільки потенціалом, що повинний бути втілений в обсязі реалізованої продукції й у забезпеченні її конкурентоспроможності. У зв'язку з цим при об'єктному аналізі стану підприємства оцінка ринкових можливостей є обов'язковою і необхідною.

У рамках аналізу й оцінки ринкових позицій підприємства розглядаються такі питання:

оцінка інтенсивності конкуренції в галузі, де діє підприємство;

характеристика продукції, що випускається, і її порівняння з продукцією конкурентів;

визначення стадії життєвого циклу продукції;

ринкова ніша на ринку;

відповідність продукції (робіт, послуг), що випускаються підприємством, стратегії конкурентоспроможності підприємства.

Всі оцінки конкурентоспроможності продукції можуть бути отримані або на основі точних кількісних параметрів продукції (наприклад, конкретні статистичні дані, технічні характеристики продукції), або за допомогою використання методів експертної оцінки. За допомогою кількісної оцінки можна оцінити конкурентні позиції підприємства на ринку по профільній товарній групі; технічні параметри продукції, що випускається підприємством і конкурентами; обсяг коштів, що інвестуються у підтримку конкурентоспроможності продукції.

Метод експертної оцінки не завжди позбавлений впливу суб'єктивізму, думка експертів не має підтвердження будь-якими розрахунками, але його перевагою є відсутність трудомістких робіт із збору й опрацювання даних, використовуваних при кількісній оцінці конкурентоспроможності підприємства.

Співвідношення обсягу аналізу і рівень деталізації оцінки виробничого потенціалу і ринкових позицій підприємства обумовлені стадією його життєвого циклу. Для цієї цілі можуть бути використані підходи до розподілу життєвого циклу окремих підприємств, що припускають виділення шести стадій – “народження”; “дитинство”; “юність”; “рання зрілість”; “остаточна зрілість”; “старіння”. Загальний період усіх стадій життєвого циклу підприємства складає приблизно 20-25 років, після чого підприємство припиняє своє існування або відроджується на новій основі і з новим складом власників і управлінського персоналу (рис. 5.6).

Методи оцінки виробничого потенціалу і ринкових позицій підприємства в рамках об'єктного аналізу повинні враховувати специфіку об'єкта оцінки, що обумовлена його призначенням і характером діяльності.

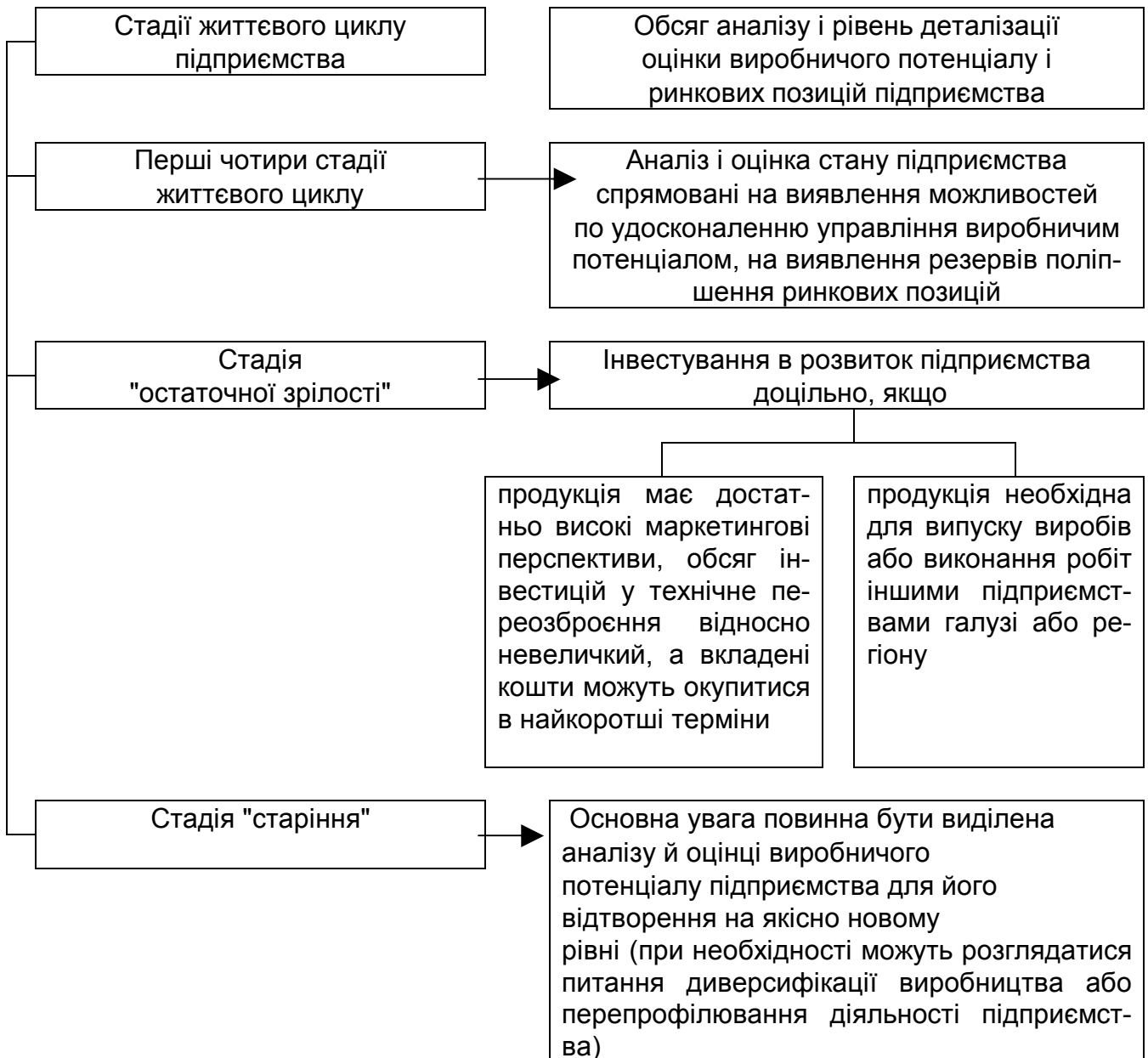


Рис. 5.6. Обсяг аналізу і рівень деталізації оцінки виробничого потенціалу і ринкових позицій підприємства по стадіях життєвого циклу

5.4 Оцінка виробничого потенціалу підприємства

Оцінка виробничого потенціалу підприємства здійснюється по таких основних напрямках:

- оцінка стану і використання основних засобів;
- оцінка обмежень у діяльності підприємства;
- оцінка кваліфікації і використання трудових ресурсів,

оцінка якості управління;
оцінка інноваційних наробок.

Оцінка стану і використання основних засобів підприємства покликана визначити рівень фізичного і морального зносу основних засобів, а також технічну можливість забезпечити необхідну якість обробки при виготовленні продукції (виконанні робіт, послуг) за допомогою наявного устаткування.

Для оцінки стану устаткування підприємства можуть бути використані традиційні показники:

ступінь зносу і середній вік устаткування;

питома вага устаткування, що знаходиться у відмінному, прийнятному, задовільному і незадовільному стані.

При оцінці фізичного зносу устаткування можуть бути використані:

традиційний коефіцієнт фізичного зносу устаткування, розрахований виходячи із суми зносу і початкової вартості устаткування ($K_{\text{фз1}}$);

коефіцієнт фізичного зносу, розрахований за терміном служби устаткування ($K_{\text{фз2}}$);

коефіцієнт фізичного зносу по показниках якості продукції, що забезпечується цим устаткуванням ($K_{\text{фз3}}$).

Оцінка фізичного зносу устаткування за допомогою коефіцієнта зносу, що розраховується традиційно, не завжди достовірна, особливо в тих випадках, якщо устаткування прийняте на баланс підприємства вже не новим, а таким, що було у вжитку.

Коефіцієнт фізичного зносу за терміном служби устаткування ($K_{\text{фз2}}$) пропонується розраховувати в такий спосіб:

$$K_{\text{фз2}} = T_{\text{ф}} : T_{\text{п}}, \quad (5.8)$$

де $T_{\text{ф}}$ – фактичний термін служби устаткування, років;

$T_{\text{п}}$ – термін служби устаткування по паспорту, років.

Коефіцієнт фізичного зносу по показниках якості продукції, що забезпечується цим устаткуванням ($K_{фзз}$), розраховується на основі параметрів якості обробки, прийнятих для аналізованої одиниці або групи устаткування:

$$K_{фзз} = K_{фя} : K_{пя}, \quad (5.9)$$

де $K_{фя}$ – коефіцієнт фактичної якості обробки на аналізованому устаткуванні;

$K_{пя}$ – коефіцієнт паспортної якості аналізованого устаткування.

Чим нижче значення $K_{фзз}$, тим вище за інших рівних умов фізичний знос аналізованої групи або одиниці устаткування.

Використовуючи всі три коефіцієнта, що характеризують рівень фізичного зносу устаткування підприємства, можна одержати комплексну характеристику стану основних засобів.

Для повної оцінки технічного рівня устаткування необхідний розрахунок показників, що характеризує моральний знос устаткування, причому, в умовах стану економіки в Україні має сенс оцінка морального зносу другої форми, пов'язаного з появою нової, більш продуктивної і економічної техніки. Відповідно до морального зносу другої форми устаткування підприємства вважається застарілим, якщо виробниками устаткування аналізованої групи уже випущені модифіковані або нові види устаткування. Моральний знос устаткування можна оцінити за допомогою коефіцієнтів, що характеризують якість обробки виробів за допомогою цього устаткування:

$$K_{мз1} = K_{ня} : K_{пя}, \quad (5.10)$$

де $K_{мз1}$ – коефіцієнт морального зносу устаткування, що характеризує ступінь відповідності якості обробки на аналізованому устаткуванні по паспорту і вимог до якості продукції;

$K_{ня}$ – коефіцієнт необхідної якості продукції ;

$K_{пя}$ – коефіцієнт якості продукції, зазначений у паспорті устаткування.

Аналізована група або одиниця устаткування можуть забезпечити відповідним вимогам технології виготовлення якості обробки, якщо $K_{мз1}$ цього устаткування незначно відрізняється від 1; у противному випадку це устаткування не дозволяє одержати необхідну якість обробки.

Коефіцієнт морального зносу устаткування можна також розрахувати на основі зіставлення фактичної якості обробки на аналізованому устаткуванні і необхідній якості:

$$K_{мз2} = K_{фя} : K_{ня}, \quad (5.11)$$

де $K_{мз2}$ – коефіцієнт морального зносу устаткування, що характеризує ступінь відповідності фактичної якості обробки на аналізованому устаткуванні і вимог до якості продукції;

$K_{фя}$ – коефіцієнт фактичної якості продукції, забезпечуваного при опрацюванні на аналізованій групі устаткування.

Порядок розрахунку зазначених коефіцієнтів якості і їхнє призначення показані в **табл. 5.7**, а можливі значення коефіцієнтів якості і характеристики відповідних числових значень коефіцієнтів якості приведені в **табл. 5.8**.

Таблиця 5.7

Показники оцінки технічної можливості забезпечення необхідної якості обробки на наявному устаткуванні

Найменування коефіцієнта	Призначення коефіцієнта	Схема розрахунку коефіцієнта	Умовні позначення
Коефіцієнт необхідної якості	Дозволяє визначити рівень конкурентоспроможності продукції, виробленої за допомогою аналізованого устаткування при існуючих вимогах технологічного процесу	$K_{ня} = K1 : Kр$	$K1$ - якість, забезпечувана використовуваними технологіями на даній групі устаткування; $Kр$ - якість, необхідна ринку при аналогічних технологіях на аналогічному устаткуванні.
Коефіцієнт паспортної якості	Дозволяє визначити спроможність наявного устаткування забезпечити необхідну якість	$K_{пя} = K2 : Kр$	$K2$ – якість, що здатне забезпечити устаткування по паспорту.
Коефіцієнт фактичної якості	Дозволяє визначити, наскільки наявне устатку-	$K_{фя} = K3 : Kр$	$K3$ – коефіцієнт фактичних вимірів якості оброб-

	вання фактично забезпечує необхідну якість обробки		ки на наявному устаткуванні
--	--	--	-----------------------------

Використовуючи приведену таблицю коефіцієнтів якості, можна одержати достатню інформацію про стан устаткування підприємства з погляду можливості забезпечення необхідної якості обробки при виготовленні продукції (виконанні робіт, послуг) за допомогою наявного устаткування. Коефіцієнти якості, подані в **табл. 5.7**, можна розраховувати різноманітно: по групах устаткування, по головній групі устаткування, обраної по відповідних критеріях, по кожній одиниці унікального устаткування і т.ін.

Таблиця 5.8

Значення коефіцієнтів якості і їх характеристики

Найменування коефіцієнта якості	Значення коефіцієнта якості	Характеристика значення коефіцієнта якості
Коефіцієнт необхідної якості	більш 1,0	Устаткування забезпечує випуск продукції, що відповідає найвищим вимогам ринку, і спроможно стати базою для порівняння
	1,0	Устаткування забезпечує випуск продукції, що відповідає вимогам ринку
	0,9...1,0	Устаткування забезпечує випуск продукції достатнього рівня якості.
	0,8...0,9	Устаткування забезпечує випуск продукції середньої якості
	менше 0,8	Устаткування забезпечує випуск продукції, якість якої не відповідає вимогам ринку.
Коефіцієнт паспортної якості	0,9...1,0	Можливості устаткування відповідають вимогам ринку до якості продукції
	0,7...0,9	На даному устаткуванні шляхом додаткових витрат можливо забезпечити необхідну якість продукції
	менше 0,7	Устаткування застаріло.
Коефіцієнт фактичної якості	0,9...1,0	Устаткування достатньо прогресивне і забезпечує необхідну ринку якість продукції
	0,7...0,9	Устаткування зношене і не дозволяє випускати продукцію, що цілком відповідає вимогам ринку, але ще дозволить підприємству якійсь період зберігати за собою певну ринкову нішу
	менше 0,7	Устаткування необхідно замінити.

При оцінці стану і використання основних засобів підприємства **оцінка їх пасивної частини** полягає у визначенні вільних і потенційно вільних виробничих

площ. Потенційними-вільними варто вважати виробничі площі, зайняті виробництвом застарілої продукції, по якій планується поступове скорочення випуску, що дозволить визволити площі і використовувати їх для інших цілей. Оцінка вільних і потенційних-вільних виробничих площ набуває особливого значення, якщо на підприємстві передбачається реалізація інвестиційних проектів по розширенню виробництва, його перепрофілюванню. Для оцінки вільних і потенційно-вільних виробничих площ можна використовувати показники їхньої питомої ваги в повній виробничій площі підприємства.

Оцінка обмежень у діяльності підприємства здійснюється по-різному.

Ресурсні обмеження оцінюються за допомогою коефіцієнта задоволення потреби в ресурсах, що визначається при зіставленні потреб підприємства у певному виді ресурсу і можливостей по її забезпеченню цим видом ресурсу:

$$K_{зпрі} = \Pi_{рі} : M_{рі} , \quad (5.12)$$

де – $K_{зпрі}$ коефіцієнт задоволення потреби в ресурсах;

i – індекс виду ресурсів;

$\Pi_{рі}$ – потреби підприємства в i - му виді ресурсів ;

$M_{рі}$ – можливості забезпечення підприємства i -м видом ресурсів.

Оцінку трудових обмежень за допомогою коефіцієнта задоволення потреби в трудових ресурсах доцільно доповнити коефіцієнтом відповідності кваліфікації виробничого персоналу ступеню складності виконуваних робіт:

$$K_{в} = P_{ср} : P_{свр} , \quad (5.13)$$

де $K_{в}$ – коефіцієнт відповідності кваліфікації виробничого персоналу ступеню складності виконуваних робіт;

$P_{ср}$ – середній кваліфікаційний розряд виробничого персоналу;

$P_{свр}$ – середній розряд виконуваних робіт.

Коефіцієнт відповідності кваліфікації виробничого персоналу ступеню складності виконуваних робіт дозволяє оцінити використання трудового потенціалу підприємства.

Зовнішні обмеження, наприклад, екологічні, оцінюються за допомогою екологічної експертизи, у ході якої визначається негативний вплив екологічних обмежень на діяльність підприємства і визначається сума платежів за викид в атмосферу шкідливих речовин або стік забруднених вод. У ході цієї експертизи визначається також вартість інвестиційних проектів по будівництву очисних споруджень, що запобігають шкідливому впливу виробництва на навколишнє середовище.

Оцінка обмежень інфраструктури може також носити характер експертного висновку, наприклад, при оцінці наявності, стану і пропускнуої спроможності під'їзних шляхів і споруджень. Обмеження по складських помешканнях можуть бути визначені за допомогою питомої ваги вільних і потенційно-вільних складських площ, розрахованих за аналогією з показниками питомої ваги вільних і потенційних-вільних виробничих площ.

Оцінка обмежень у діяльності підприємства може проводитися не по усіх видах названих обмежень, а вибірково, тільки по тим із них, що є важливими для оцінки стану підприємства і найбільш істотно на нього впливають.

При оцінці виробничого потенціалу підприємства важлива роль приділяється аналізу й оцінці рівня і якості управління.

Оцінка рівня і якості управління підприємства передбачає оцінку відповідності кваліфікації управлінського персоналу ступеню складності виконуваних робіт, оцінку командної працездатності управлінського персоналу й оцінку одноступеневості і згуртованості управлінського персоналу.

При оцінці відповідності кваліфікації управлінського персоналу ступеню складності виконуваних робіт розрахунок коефіцієнта відповідності виконується інакше, чим при оцінці відповідності кваліфікації виробничого персоналу:

$$K_{\text{бу}} = \frac{Ч_{\text{кв}}}{Ч_{\text{заг}}} , \quad (5.14)$$

де $K_{\text{бу}}$ – коефіцієнт відповідності кваліфікації управлінського персоналу ступеню складності виконуваних робіт;

$Ч_{\text{кв}}$ – чисельність керівників і спеціалістів, що займають посаду у відповідності зі своєю кваліфікацією;

$Ч_{\text{заг}}$ – загальна чисельність керівників і спеціалістів підприємства.

Коефіцієнт відповідності кваліфікації управлінського персоналу ступеню складності виконуваних робіт може розраховуватися окремо по керівниках і групах спеціалістів певного профілю (економічний, технічний і т.ін.). Причому, наявність базової освіти не завжди свідчить про високу кваліфікацію керівників і спеціалістів. Необхідно враховувати таку характеристику, як стаж роботи. Якщо весь управлінський персонал підприємства розділити на дві частини: що приймають рішення (керівники) і що виконують рішення (спеціалісти), то необхідний стаж роботи складає відповідно 3-5 років і 1-3 роки.

Під командною працездатністю розуміється спроможність управлінського персоналу реалізовувати прийняті їм рішення. Причому, оцінку командної працездатності необхідно проводити окремо по рішеннях стратегічного, тактичного й оперативного характеру. Командну працездатність можна оцінити за допомогою показника питомої ваги виконаних стратегічних, тактичних і оперативних рішень у загальній кількості прийнятих стратегічних, тактичних і оперативних рішень. Отримане значення показника питомої ваги виконаних рішень аналізується з урахуванням запропонованих меж показника, поданих у **табл. 5.9**.

Таблица 5.9

Характеристика рівня керівництва в залежності від питомої ваги виконаних рішень у загальній кількості прийнятих рішень

Питома вага виконаних рішень	Запропонована характеристика рівня керівництва
до 0,30	Керівництво не завжди приймає обгрунтовані рішення і приділяє недостатню увагу процесу реалізації ідей і планів. Керівництвом з успіхом генеруються ідеї, але їхніх виконавців не дістає
0,31...0,65	Діяльність керівництва характеризується більш стабільною працездатністю, чим у попередньому випадку. Проте діяльність керівництва схильна впливу різноманітних чинників(зовнішніх або внутрішніх) , тому командна працездатність вважається середньою
0,66...1,00	Командна працездатність висока. При такому керівництві за інших рівних умов підприємство спроможне працювати успішно й ефективно. Варто бути уважним при доборі нових кадрів. У такій налагодженій команді при з'явленні нових членів можливі різкі непередбачені зміни.

Під командною однодумністю розуміється тенденція придушення окремою особистістю своїх дійсних поглядів на будь-яке явище для того, щоб не порушувати гармонію колективу (команди, групи). При оцінці рівня і якості управління підприємством однодумність розглядається як результат обговорення тієї або іншої проблеми й одержання компромісного рішення. Оцінка даного показника заснована на психологічних дослідженнях цінностно-орієнтаційної єдності групи (ЦОЄ), розроблених на базі стратегічної теорії колективу А. В. Петровського.

Методика по визначенню коефіцієнта однодумності колективу, як інтегративна характеристика, указує рівень (ступінь) збігу думок, оцінок, установок і позицій колективу (команди, групи) стосовно об'єктів, що є найбільше значимими для колективу в цілому.

Процедура виміру однодумності колективу містить у собі такі етапи.

1. Управлінський персонал запрошують проранжувати ряд заданих тверджень, наприклад, внутрішні цілі підприємства: збільшення прибутку, ріст обсягу продажів, розширення ринкових позицій, ріст продуктивності праці, поліпшення якості продукції і послуг, диверсифікація виробництва, стабілізація фінансового положення, раціональне використання ресурсів, збільшення обсягів НДДКР, розширення збуту, удосконалення управління, соціальна відповідальність.

2. Керівники і спеціалісти привласнюють ранг даним цілям по ступеню глобальності, що розуміється ними. Анкетування проводиться анонімно.

3. Дані анкет опрацьовуються, після чого рівень однодумності визначається як міра подібності ряду оцінок у такий спосіб:

$$K_{\text{од}} = n_{\text{сі}} : Ч_{\text{в}}, \quad (5.15)$$

де $K_{\text{од}}$ – коефіцієнт однодумності управлінського колективу;

i – напрямок опитування;

$n_{\text{сі}}$ – кількість збігів по певному напрямку;

$Ч_{\text{в}}$ – чисельність випробуваних.

Проаналізувати значення отриманого коефіцієнта однодумності управлінського колективу можна за допомогою **табл. 5.10**. Повного збігу думок по будь-якому питанню варто уникати. Тому небажано, щоб коефіцієнт однодумності рівнявся одиниці, оскільки в цьому випадку ніхто з управлінського персоналу не виражає думок, відмінних від інших, і не пропонує іншу, протилежну інформацію або точку зору. Кожний думає, що всі інші думають однаково. Оскільки ніхто не висловлюється, ніхто не знає, що інші керівники можуть теж бути скептично настроєні або стурбовані. У результаті проблема вирішується з меншою ефективністю, тому що вся необхідна інформація й альтернативні варіанти не обговорюються і не оцінюються. Коли в наявності повна командна однодумність ($K_{од}=1$), зростає можливість прийняття посереднього рішення.

Таблиця 5.10

Значення коефіцієнта однодумності колективу і їх характеристики

Значення коефіцієнта	Запропонована характеристика
до 0,30	Низький показник однодумності. Такий колектив характеризується непогодженістю дій, конфліктністю. Відсутня згуртованість у роботі.
0,31...0,55	Середній показник однодумності.
0,56...1,00	Високий показник однодумності, свідчить про узгоджену роботу колективу, про зацікавленість кожного у наслідку діяльності.

Якщо за наслідками анкети $K_{од}=1$, необхідно звернути увагу на наявність на підприємстві чітких посадових інструкцій для того, щоб не виникало дублювання управлінських функцій і мала місце чітка персоніфікація відповідальності.

При аналізі рівня управління підприємством оцінюється також згуртованість управлінського колективу, під яким розуміється міра тяжіння членів колективу друг до друга і до групи. Також як оцінка однодумності управлінського колективу, оцінка його згуртованості ґрунтується на результатах тестування керівників і спеціалістів підприємства. Для визначення коефіцієнта згуртованості

управлінському персоналу пропонується заповнити анкету, що складається з чотирьох блоків по три ствердження в кожному, які відповідають таким напрямкам оцінки:

- соціально-психологічний клімат у колективі;
- ставлення до праці;
- ставлення до стилю керівництва в колективі;
- задоволеність винагородою за виконану роботу.

Анкетування проводиться анонімно; його результати відповідним чином опрацьовуються, а коефіцієнт згуртованості ($K_{зг}$) визначається в такий спосіб:

$$K_{зг} = (\sum \Pi_{ai} : n) : 20, \quad (5.16)$$

де Π_{ai} – ціна анкети (кількість балів) опитуваного керівника або спеціаліста;

n – чисельність опитуваних;

20 – максимальна кількість балів .

Значення коефіцієнта згуртованості управлінського колективу в такий спосіб характеризує рівень згуртованості (табл. 5.11).

Т а б л и ц я 5 . 1 1

Характеристика значень коефіцієнта згуртованості

Значення коефіцієнта	Характеристика згуртованості управлінського колективу
до 0,50	Низька згуртованість управлінського колективу, члени якого переслідують егоїстичні цілі; узгодженості в їхніх діях домогтися важко
0,51...0,70	Середня згуртованість управлінського колективу, члени котрого достатньо роз'єднані, проте, при наявності впливу об'єктивних причин можливо їхнє єднання для досягнення загальної цілі
0,71...1,00	Висока згуртованість управлінського колективу, у якому відсутнє непорозуміння, напруженість і недовіра. Продуктивність і ефективність роботи такого управлінського колективу висока.

Оцінка інноваційних наробок підприємства є заключним етапом оцінки його виробничого потенціалу. Виходячи з особливостей продукції підприємств,

оцінка рівня інноваційних наробок підприємств проводиться по двох напрямках – оцінка конструкторського і технологічного підготування виробництва.

Оцінка виробничого потенціалу підприємства, як об'єкта інвестування, проведена на підставі аналізу технічного рівня устаткування, завантаження виробничих площ, ресурсних і інших обмежень діяльності, інноваційних наробок і рівня управління в рамках об'єктного аналізу дозволяє одержати комплексну характеристику підприємства як об'єкта інвестування, використовувану як базу при формуванні інвестиційної стратегії підприємства.

Оцінка виробничого потенціалу підприємства повинна бути доповнена оцінкою його ринкових можливостей.

5.5 Оцінка ринкових можливостей підприємства

При оцінці ринкових можливостей підприємства важливе значення має оцінка інтенсивності конкуренції в галузі, де діє підприємство. Конкурентне середовище може бути схарактеризовано як сукупність суб'єктів і чинників ринку, що впливають на положення підприємства на певному сегменті ринку стосовно інших підприємств цього ж сегмента. Конкурентне середовище характеризується комплексом чинників, показаних на **рис. 5.7**, взаємозалежних і взаємодіючих між собою.



Рис. 5.7. Комплекс чинників, що формують конкурентне середовище підприємства

Кожний із зазначених чинників діє не ізольовано, а в тісній взаємозалежності один з одним. Процес впливу кожного чинника на формування конкурентного середовища є достатньо складним, а іноді і суперечливим.

При оцінці чинників, показаних на **рис. 5.7**, найбільша увага повинна бути приділена

появі нових суб'єктів на ринку товарів або послуг, вироблених підприємством;

появі товарів або послуг, аналогічних або таких, що замінюють товари і послуги, вироблені підприємством;

рівню впливу споживачів продукції (робіт, послуг) підприємства і постачальників матеріальних ресурсів, використовуваних у процесі виробництва товарів і послуг підприємством.

Дія цих чинників обумовлює інтенсивність конкурентного середовища, що можна оцінити кількісно. *Для оцінки інтенсивності конкуренції в галузі, де діє підприємство, виділяють три агреговані чинники:*

характер розподілу ринкових часток між конкурентами;

темпи росту ринку;

рентабельність ринку.

Характер розподілу ринкових часток відбиває ступінь концентрації виробництва в галузі і дозволяє оцінити ступінь монополізації виробництва в галузі. Ступінь концентрації виробництва є величиною, що обернена інтенсивності конкуренції. Відповідно до прийнятої практики для оцінки концентрації виробництва можуть бути використані такі показники: чотиричастковий показник концентрації (CR_4 - Concentration Ratio), індекс Херфиндала (Herfindahl Index), модифікований індекс Херфиндала-Хершмана (Herfindahl-Hirschman Index), індекс Розенблюта.

Чотиричастковий показник концентрації являє собою загальну частку чотирьох перших підприємств ринку, що реалізують максимальні обсяги продукції в загальному обсязі реалізації продукції на аналізованому ринку:

$$CR_4 = (OP_1 + OP_2 + OP_3 + OP_4) : OP, \quad (5.17)$$

де OP_i – обсяг реалізації продукції i -го підприємства;

OP – загальний обсяг реалізації продукції заданого асортименту.

OP_1 - $\text{MAX} \{OP_i\}$, для всіх $i = 1 \div n$;

OP_2 - $\text{MAX} \{OP_i \setminus OP_1\}$, для всіх $i = 1 \div (n-1)$;

OP_3 - $\text{MAX} \{OP_i \setminus OP_1, OP_2\}$, для всіх $i = 1 \div (n-2)$;

OP_4 - $\text{MAX} \{OP_i \setminus OP_1, OP_2, OP_3\}$, для всіх $i = 1 \div (n-3)$;

n - загальна кількість підприємств, що реалізують дану продукцію.

Недоліком показника концентрації CR_4 є його “нечутливість” до різноманітних варіантів розподілу часток між конкурентами. Наприклад, CR_4 буде однаковим і рівним 0,8 у двох цілком різноманітних ринкових ситуаціях:

одне підприємство контролює 77 % ринку, а інші 23 підприємства - по 1 %;

кожне з п'ятох однакових підприємств володіє 20 % ринку.

Оцінка розподілу ринкових часток за допомогою суми квадратів ринкових часток конкурентів, відомий як індекс Херфиндала (I_H – Herfindahl Index), частково позбавлена відзначеного недоліку показника CR_4 :

$$I_H = \sum D_i^2 \quad \text{або} \quad I_H = 10000 \sum D_i^2, \quad (5.18)$$

при $D_i = OP_i / OP$, $i = 1, \dots, n$;

де I_H - індекс Херфиндала ($0 < I_H \leq 1$);

D_i - частка i -го підприємства в загальному обсязі реалізації продукції заданого асортименту.

Значення індексу Херфиндала збільшується в міру росту концентрації виробництва в галузі і досягає 1 при чистій монополії. У випадку ж, якщо на ринку однотипних товарів і послуг діють 100 рівних по масштабу діяльності підприємств, індекс Херфиндала буде дорівнює 0,01; його значення свідчить про дуже високий рівень інтенсивності конкуренції в галузі.

Цей показник використовується і з деякими уточненнями Хершмана. Уточнення стосуються кількості підприємств, частки яких використовуються у формулі (5.18). Для модифікованого індексу Херфиндала-Хершмана (Herfindahl-Hirschman Index) суми квадратів часток розраховуються тільки для перших 50 найбільше значних підприємств, що працюють на аналізованому ринку. Якщо його значення перевищує 0,18, то інтенсивність конкуренції оцінюється як низька, а концентрація ринку – як висока.

Індекс Розенблюта (I_R) на відміну від індексу Херфиндала-Хершмана, що не враховує ранги підприємств, розраховується з урахуванням порядкового номера підприємства, отриманого на основі ранжування часток підприємств на ринку по убутної, тобто від максимуму до мінімуму:

$$I_R = 1 : (2 \sum (i \times D_i) - 1), \quad (5.19)$$

де $i = 1, \dots, n$.

Всі розглянуті показники дозволяють одержати оцінку розподілу часток на ринку, хоча і без урахування конкретних особливостей ринку того або іншого товару (послуг). Для більш повної оцінки інтенсивності конкуренції на ринку, де діє підприємство, розглянуті показники можуть бути доповнені поняттям критичної пропорції часток двох незалежних конкурентів, що характеризує різницю між значеннями часток на ринку підприємства-конкурентів. Різка різниця часток на ринку, обумовлена в більшості випадків як 2 до 1 і більш, характеризує низьку інтенсивність конкуренції на ринку. Формально цей стан інтенсивності конкуренції на ринку для двох конкурентів i та j описується нерівністю виду:

$$D_i \geq 2 D_j. \quad (5.20)$$

Відсутність різкої різниці значень ринкових часток (тобто нерівність 5.20 не виконується) активізує підприємства в боротьбі за конкурентні переваги, що спричиняє ріст інтенсивності конкуренції на ринку.

Найбільша конкурентна активність спостерігається при приблизно однакових за значенням ринкових частках підприємств-конкурентів. У цьому випадку при

однаковому масштабі виробництва продукції ($D_i=D_j$) підприємства-конкуренти використовують приблизно ті самі способи і методи конкурентної боротьби, що у відомій мірі є ознакою нестійкості ринку. При відсутності явних лідерів на ринку можна вважати, що інтенсивність конкуренції є максимальною. Таке положення можна використовувати як основу для оцінки інтенсивності конкуренції на аналізованому товарному ринку, міряючи ступінь подібності ринкових часток конкурентів. Для такої оцінки використовується коефіцієнт варіації, рівний відношенню середньоквадратичного відхилення часток ринку до їх середньоарифметичного значення. Чим вище коефіцієнт варіації, тим нижче інтенсивність конкуренції, і навпаки – чим нижче коефіцієнт варіації, тим вище інтенсивність ринку. Формули для розрахунку мають вид:

$$I_k=1-[\sigma(D): D_{cp}] , \quad (5.21)$$

де I_k – інтенсивність конкуренції на аналізованому товарному ринку, що обмірюється на основі оцінки ступеня подібності часток конкурентів;

$[\sigma(D): D_{cp}]$ – коефіцієнт варіації ринкових часток (D_i) конкурентів;

$\sigma(D)$ - середнє квадратичне відхилення D_i ;

D_{cp} – середнє арифметичне значення D_i .

Середнє арифметичне значення часток усієї сукупності підприємств D_{cp} залежить тільки від кількості підприємств, що працюють на аналізованому ринку (n) і розраховується по формулі:

$$D_{cp} = 1 : n. \quad (5.22)$$

При цьому варто мати на увазі, що розрахунок коефіцієнта інтенсивності конкуренції можливий на ринках із порівняно однорідною структурою, тобто на тих ринках, де частки між конкурентами розподіляються приблизно рівномірно. Для ринків із нерівномірною структурою розрахувати коефіцієнт інтенсивності конкуренції неможливо – його значення буде негативним.

Оцінка інтенсивності конкуренції на ринку, де діє аналізоване підприємство, за допомогою розглянутих показників повинна бути доповнена характеристикою темпів росту обсягів продажів на ринку (рис. 5.8).

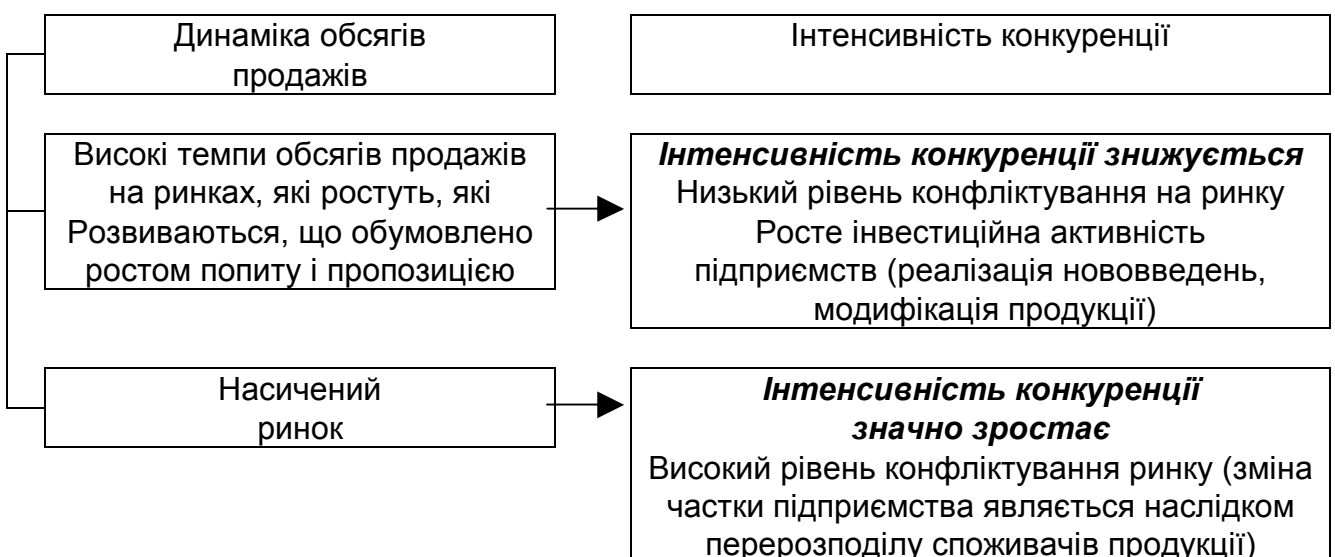
На ринках, що розвиваються, збільшення часток підприємств на ринку відбувається в першу чергу за рахунок збільшення обсягів закупівель продукції вже існуючими споживачами, а не за рахунок виграшу в конкурентній боротьбі. Ринком, що розвивається, може бути визнаний ринок, на якому темпи росту обсягу продажів перевищують 100 %. Розрахований показник інтенсивності конкуренції (5.21) повинний бути скоригований на темпи росту обсягу продажів на ринку з тим, щоб він об'єктивно відбивав рівень інтенсивності конкуренції. Коригування проводиться за такою формулою:

$$I_{\text{СК}} = I_{\text{К}} \times [1 - (T_{\text{р}} - 100) : 100], \quad (5.23)$$

де $I_{\text{СК}}$ – скоригована інтенсивність конкуренції на аналізованому товарному ринку, що обмірюється на основі оцінки ступеня подібності часток конкурентів;

$T_{\text{р}}$ – середнє значення темпів росту обсягу продажів на аналізованому ринку (галузевому або регіональному), %.

На ринках, що розвиваються, рентабельність обсягу продажів достатньо висока, оскільки кожне підприємство реалізує свої цілі відносно безконфліктно, не торкаючи у процесі рішення своїх задач інтереси конкурентів.



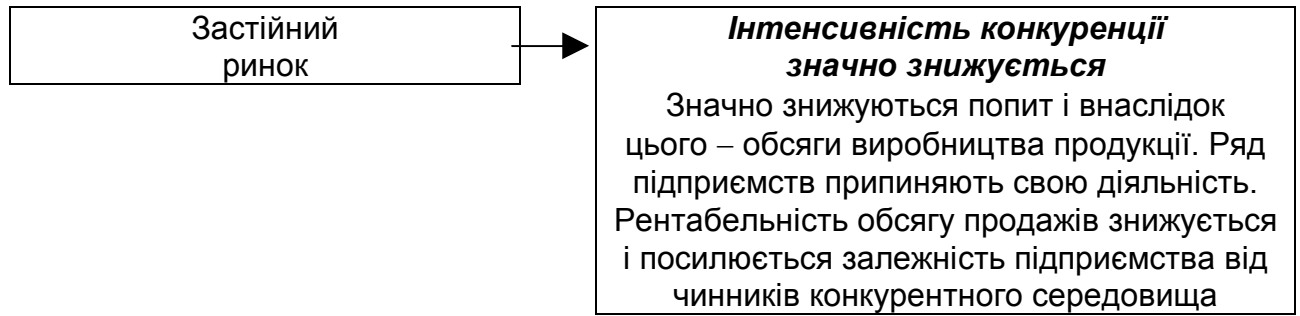


Рис. 5.8. Взаємозв'язок характеру ринку й інтенсивності конкуренції

З урахуванням коефіцієнта Лернера показник інтенсивності конкуренції на ринку, що розвивається, (5.23) може бути поданий у такий спосіб:

$$I_{СК} = I_{К} \times [1 - (T_p - 100) : 100] * (1 - L). \quad (5.24)$$

ДЕ L – КОЕФІЦІЄНТ ЛЕРНЕРА.

Коефіцієнт Лернера відбиває спроможність продавця впливати на ціну товару: чим вище значення коефіцієнта, тим менше залежність підприємства від конкурентів, постачальників сировини і матеріалів, тиски споживачів і т.ін.

На насиченому ринку попит на товари і послуги відносно стабілізується; темпи росту обсягу продажів на насиченому ринку можна прийняти на рівні 100 % або декілька нижче цього рівня (не більш 5-7 %). У цих умовах збільшення частки одних підприємств на ринку, як наслідок конкурентної боротьби, супроводжується зниженням частки інших, що не зуміли утримати своїх споживачів, тобто зміна частки підприємства на насиченому ринку являє собою результат процесу перерозподілу споживачів продукції. Інтенсивність конкуренції на насиченому ринку значно зростає в порівнянні з ринком, що розвивається. Її оцінка може бути отримана за допомогою формули (5.21).

На застійних ринках у силу значного падіння попиту і зниженні внаслідок цього обсягу виробництва багатьма підприємствами, а в ряді випадків навіть припинення діяльності деяких підприємств, інтенсивність конкуренції значно знижується. Оцінка рівня конкуренції на застійних ринках може бути отримана за допомогою скоригованого показника інтенсивності конкуренції:

$$I_{\text{СК}} = I_{\text{К}} \times [1 - (100 - T_{\text{ПД}}) : 100], \quad (5.25)$$

де $T_{\text{ПД}}$ – середнє значення темпів падіння обсягу продажів на аналізованому ринку (галузевому або регіональному), %.

На застійних ринках рентабельність обсягу продажів знижується і посилюється залежність підприємства від чинників конкурентного середовища, особливо від таких, як вплив споживачів і постачальників. У зв'язку з цим інтенсивність конкуренції ринку може більш точно визначена за допомогою такої формули:

$$I_{\text{СК}} = I_{\text{К}} \times [1 - (100 - T_{\text{ПД}}) : 100] \times (1 - L). \quad (5.26)$$

Після оцінки ступеня інтенсивності галузевої конкуренції, що характеризує стан ринків збуту продукції (послуг, робіт), виробленої підприємством, необхідно оцінити конкурентоспроможність продукції.

Способи і методи оцінки конкурентоспроможності продукції достатньо багаточисельні і практично усі вони базуються на порівнянні технічних параметрів і якісних характеристик аналізованої продукції з кращими зразками світового, вітчизняного і регіонального ринків. Порівняння продукції, що випускається, з кращими зразками проводиться, як правило, по напрямках і за допомогою способів, що показані на **рис. 5.9**.



виробу, його упакування, відповідність технічних засобів психологічним, біомеханічним вимогам, дотримання санітарно-гігієнічних вимог)

Рис. 5.9. Порівняння продукції, що випускається, з кращими зразками

При оцінці ринкових позицій підприємства використовується показник витрат на підтримку конкурентоспроможності продукції, що випускається, і просування її на ринок. Витрати на підтримку конкурентоспроможності продукції, що випускається, (удосконалення якості продукції, поліпшення її дизайну, упровадження післяпродажного сервісного обслуговування) щорічно відбиваються в звітних фінансових документах. Використовуючи розмір цих витрат, можна розрахувати коефіцієнт витрат на підтримку конкурентних позицій ($K_{\text{кп}}$):

$$K_{\text{кп}} = V_{\text{кп}} : \text{ВД} , \quad (5.27)$$

де $V_{\text{кп}}$ – витрати на підтримку конкурентних позицій;

ВД – валовий дохід підприємства.

Порівняння витрат на підтримку конкурентних позицій з отриманим прибутком підприємства не дозволить одержати достовірну інформацію, оскільки ведення фінансової звітності в сучасних умовах в Україні дозволяє представити дохід як штучний показник. Для одержання всебічної оцінки витрат на підтримку конкурентних позицій можна розрахувати питому вагу витрат кожного виду на підтримку конкурентних позицій (витрати на поліпшення дизайну продукції, що випускається; витрати на поліпшення упакування і сервісного обслуговування продукції, що випускається; витрати на стимулювання споживачів) у загальному розмірі витрат, що спрямовуються на ці цілі, а також відношення витрат кожного виду на підтримку конкурентних позицій до валового доходу підприємства.

Витрати на просування продукції на ринок (рекламний бюджет, витрати на створення збутових мереж) оцінюються за допомогою коефіцієнта витрат на

просування продукції ($K_{пп}$), що розраховується аналогічно коефіцієнту витрат на підтримку конкурентних позицій.

Оцінка цінової політики на продукцію (роботи, послуги) підприємства може бути отримана в ході порівняльного аналізу ціни на профільну продукцію зі світовою ціною, із максимальною та мінімальною ціною конкурентів на внутрішньому ринку, із середньою ціною на продукцію на ринку України.

Достовірність експертних оцінок, використовуваних при оцінці ринкових можливостей підприємства, багато в чому зумовлена вибором методики проведення експертної оцінки і повнотою реалізації її основних принципів – конкретністю оцінюваних параметрів, можливістю кількісної оцінки якісних параметрів, компетентністю експертів і розуміння ними цілі експертизи, уніфікованістю шкали оцінки, можливістю інтеграції і дезинтегрованості результатів оцінки. Методики експертних оцінок конкурентоспроможності продукції і правила формування експертних груп достатньо добре відомі та докладно описані у сучасній економічній літературі.

Для одержання інтегрального показника конкурентоспроможності продукції можна використовувати таку формулу:

$$П_{інтг} = n : 10 \times 5 , \quad (5.28)$$

де $П_{інтг}$ – інтегральний показник конкурентоспроможності окремого виду продукції ;

n – середній показник бальної оцінки окремого виду продукції по напрямках оцінки.

Зведений показник ($П_{зв}$), що враховує всі аспекти забезпечення конкурентоспроможності продукції, може бути розрахований у такий спосіб:

$$П_{зв} = П_{інтг} \times Пв , \quad (5.29)$$

де $Пв$ – питома вага продукції певного виду в загальному обсязі продукції, що випускається.

Отримані значення показника конкурентоспроможності продукції співвідносяться з припустимими значеннями по такій шкалі (табл. 5.12).

Таблиця 5.12

Характеристика зведеного показника конкурентоспроможності продукції

Значення зведеного показника конкурентоспроможності	Характеристика зведеного показника конкурентоспроможності
1,00 - 0,8	Продукція має високий ступінь Конкурентоспроможності
0,80 - 0,5	Продукція має середній ступінь Конкурентоспроможності
нижче 0,4	Продукція має низький ступінь конкурентоспроможності

Оцінка конкурентоспроможності продукції за допомогою характеристики значень зведеного показника конкурентоспроможності, приведеного в **табл. 5.12**, здійснюється щодо ринку (світового, національного або регіонального), який використовувався експертами як база при порівнянні параметрів продукції.

Оцінка ринкових позицій підприємства завершується прогнозом перспектив його розвитку після прийняття і реалізації інвестиційних рішень інвестором, оскільки така оцінка дозволяє оцінити не тільки конкурентоспроможність продукції, що випускається, але і визначити основні напрямки інвестування.

Основні напрямки інвестування в розвиток із метою посилення конкурентних позицій підприємства можуть бути визначені як розрахунковим шляхом, так і на основі експертної оцінки ефективності інвестицій у залежності від напрямку їх використання. У цьому випадку експерти оцінюють можливість протягом майбутніх років росту або падіння обсягів виробництва продукції в залежності від напрямків інвестування. Такими напрямками можуть бути, наприклад, збільшення оборотних коштів підприємства, модернізація виробництва або застосування високих технологій і т.ін. Напрямки інвестування і їх вплив на динаміку обсягів виробництва вибираються для кожного конкретного підприємства.

Оцінка інвестиційної привабливості за допомогою об'єктного аналізу є основою прийняття стратегічних рішень не тільки при розробці стратегії розвитку під-

приємства, але і при формуванні функціональних і ресурсних стратегій. У ході такої оцінки може бути отримана необхідна різнобічна інформація про положення підприємства на ринку, конкурентоспроможності продукції, що випускається, на основі якої здійснюється пошук і формування інвестиційних проектів, тобто потенційних інвестиційних можливостей. П. Кінг назвав цю стадію в інвестиційному процесі “спусковим гачком” для капіталовкладень і зауважив, що, хоча більшість теорій вважає, що інвестиційні проекти вже існують і просто чекають свого здійснення, на практиці ж “кожна інвестиційна можливість повинна бути старанно ідентифікована і старанно розроблена”. Р. Пайк і Р. Доббінс наділили цю стадію ще великим значенням для кінцевого успіху капіталовкладень, стверджуючи, що добробут підприємства залежить не тільки від його спроможності знаходити вигідні інвестиційні можливості, скільки від уміння створювати їх.

5.6. Інтегрована оцінка виробничого потенціалу і ринкових можливостей підприємства

Оцінка виробничого потенціалу і ринкових можливостей підприємства за допомогою системи розглянутих показників і експертних оцінок дозволяє інвесторів визначити свою позицію щодо інвестиційної привабливості об'єкта. У цьому випадку результати оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей, подані у виді системи показників і експертних оцінок, не завжди зручно використовувати для прийняття інвестиційних рішень. Прийняття інвестиційних рішень утруднено наявністю великої кількості показників і експертних оцінок, що потребують подальшого узагальнення. Особливо важко використовувати результати оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей підприємства у виді системи показників і експертних оцінок, якщо розглядаються альтернативні об'єкти інвестування. Система показників і експертних оцінок об'єкта інвестування дозволяє одержати всебічну інформацію для аналізу, виявлення сильних і слабких сторін потенційного об'єкта інвестування, але без інтеграції цих оцінок висновки можуть

носити суб'єктивний характер, що відбиває схильність осіб, що приймають інвестиційне рішення.

З метою одержання узагальнених оцінок виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування необхідно використання інтегрованих показників їх оцінки. ***Інтегрована оцінка виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування дозволяє забезпечити порівнянність оцінки об'єктів із погляду потреби в інвестиційних ресурсах.***

Способи інтегрування показників оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей будь-якого підприємства, аналізованого як об'єкт інвестування, із метою визначення інтегрованих показників оцінки значною мірою залежать від кількості показників і оцінок, від методів їхнього розрахунку, ступеня значимості кожного показника й експертної оцінки. Використовувані в статистиці різноманітні методи інтеграції показників частіше усього засновані на розрахунку середніх значень показників (середньоарифметичної, середньозваженої, середньоквадратичної, медіани), при якому враховується значимість окремих показників для інтегрованої оцінки за допомогою уведення ваги або коефіцієнта значимості показника. Такий підхід для визначення інтегрованих оцінок виробничого потенціалу і ринкових можливостей підприємства, аналізованого як об'єкт інвестування, застосувати складно. Складність ця викликана тим, що при використанні цього підходу цілком ігнорується фізична й економічна сутність показників оцінки. У зв'язку з цим необхідний інший підхід до інтеграції показників оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування, що дозволяє одержати їхню інтегровану оцінку з урахуванням різноманітної фізичної й економічної сутності оцінюваних параметрів.

І такий підхід є. Це – ***бална оцінка кожного показника, що характеризує стан виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування.*** Сума балів по всіх показниках являє собою інтегровану оцінку виробничого потенціалу або ринкових можливостей об'єкта інвестування. При такому підході до інтеграції показників оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єк-

та інвестування основна трудність полягає у визначенні кількості балів, що відповідають кожному показнику, оскільки показники відрізняються друг від друга по фізичній і економічній сутності. Цю проблему можна вирішити таким чином.

Для кожного показника, у залежності від його економічної і фізичної сутності, необхідно визначити діапазон або шкалу можливих значень. Мінімальні і максимальні значення діапазону для кожного показника встановлюються виходячи з практики роботи промислових підприємств. Діапазон значень по кожному показнику необхідно розділити на рівну кількість інтервалів. Найбільш придатним є десяткова шкала, тобто шкала, в якій кількість інтервалів прийнято рівним десяти. Десяткова шкала є найбільш поширеною на практиці та зручною у використанні. При побудові шкали значень показників, що характеризують ринкові можливості об'єкта інвестування, використовуються як рівномірні, так і нерівномірні інтервали. Нерівномірність інтервалу визначається S - образним характером продуктивності просування товару на ринок.

У залежності від природи показника інтервали можуть бути рівномірними або нерівномірними. Кожному інтервалу діапазону значень відповідає певна кількість балів – від 1 до 10: чим краще (вище або нижче в залежності від характеру показника) значення показника, тим більша кількість балів йому відповідає. Як правило, на початку шкали знаходяться незадовільні значення показників, а в міру наростання позитивності показника кількість відповідних йому балів збільшується.

У відповідності зі значенням кожного показника, використовуваного для оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування, по шкалі цього показника визначається кількість балів, що відповідає значенню показника. Потім сума балів, що відповідають значенню показника, зіставляється з максимально можливою кількістю балів – 10, а інтегрована оцінка виробничого потенціалу ($I_{ВП}$) або ринкових можливостей ($I_{рм}$) об'єкта інвестування визначається в такий спосіб:

$$I = (\sum O_i) : 10 \times n , \quad (5.30)$$

де I – інтегрована оцінка виробничого потенціалу ($I_{\text{вп}}$) або ринкових можливостей ($I_{\text{рм}}$) об'єкта інвестування;

O_i – бальна оцінка i -го показника, що характеризує виробничий потенціал або ринкові можливості об'єкта інвестування;

i - індекс показника;

n - кількість показників, використовуваних для оцінки виробничого потенціалу або ринкових можливостей об'єкта інвестування.

Чим вище значення інтегрованого показника (I), тим більше значним є виробничий потенціал об'єкта інвестування, тим більше стійкими є його ринкові позиції.

Інформаційною базою визначення інтегрованих показників оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування є значення розрахованих коефіцієнтів, що характеризують стан виробничого потенціалу і ринкових можливостей оцінюваного об'єкта інвестування.

На основі інтегрованих оцінок виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування можна визначити клас його інвестиційної привабливості і вже на основі цього – встановлювати пріоритети інвестування.

Для визначення класу інвестиційної привабливості об'єкта інвестування використовується матриця інвестиційної привабливості, в якій у залежності від значень інтегрованих показників оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування розміщуються по зонах інвестиційної привабливості. Матриця інвестиційної привабливості подана на **рис. 5.10.**

Інтегрована оцінка виробничого потенціалу	Інтегрована оцінка ринкових можливостей				
	до 0,2	0,21-0,4	0,41-0,6	0,61-0,8	0,81-1
до 0,2	1	2	3	4	5
0,21-0,4	2	3	4	5	6
0,41-0,6	3	4	5	6	7
0,61-0,8	4	5	6	7	8

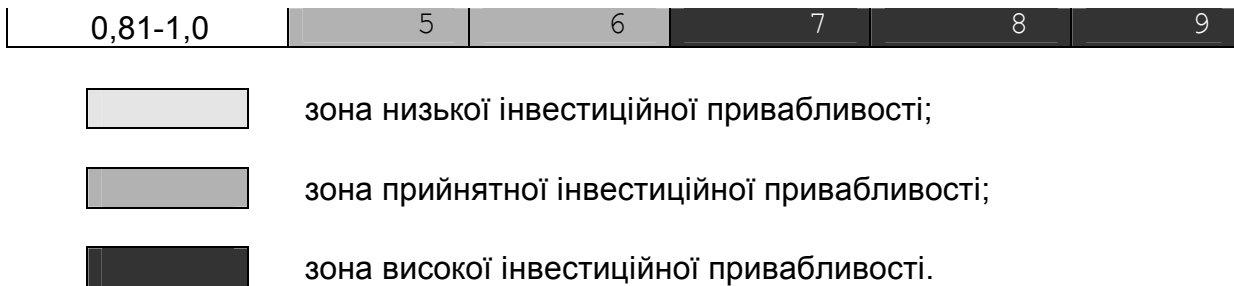


Рис. 5.10. Матриця інвестиційної привабливості об'єктів інвестування.

Матриця інвестиційної привабливості може бути побудована з різним ступенем деталізації. На **рис. 5.10** приведена матриця з інтервалом значень інтегрованих оцінок виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування 0,2. У матриці інвестиційної привабливості виділяють три зони – високої, прийнятної та низької інвестиційної привабливості. Кожна зона інвестиційної привабливості має певну характеристику, загальний опис якої приведено в **табл. 5.13**.

Зона високої інвестиційної привабливості означає, що об'єкт інвестування на момент оцінки має високий виробничий потенціал і стійкі ринкові можливості. Інвестиції в такий об'єкт повинні відразу давати віддачу. Додаткові інвестиції на зміцнення виробничого потенціалу і посилення конкурентних позицій об'єкта інвестування не потребуються, хоча це і не виключає інвестування в розвиток виробництва об'єкта інвестування, зміну його профілю, стилю і методів роботи на ринку.

Таблиця 5.13

Характеристика зон інвестиційної привабливості

Зона інвестиційної привабливості	Характеристика умов інвестування
Зона низької інвестиційної привабливості	Ризиковане інвестування, що потребує значних додаткових інвестицій для посилення виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування; терміни окупності тривалі; ефективність інвестування незначна. Характер інвестування – ризикований.
Зона прийнятної інвестиційної привабливості	Інвестування з розумною часткою ризику, що потребує додаткових інвестицій для підтримки виробничого потенціалу і ринкових можливостей об'єкта інвестування; терміни окупності середні; ефективність інвестування середня. Характер інвестування – активний.
Зона високої інвестиційної привабливості	Інвестування з незначною часткою ризику; експлуата-

привабливості	ція об'єкта можлива протягом певного терміну без додаткових інвестицій; терміни окупності високі; ефективність інвестування значна. Характер інвестування – пасивний.
---------------	---

Зона прийнятної інвестиційної привабливості означає, що виробничий потенціал і ринкові можливості об'єкта інвестування в цілому задовільні і можуть одержати подальший розвиток при цільовому використанні інвестицій, здійсненні активного розвитку об'єкта.

Зона низької активної привабливості об'єкта інвестування означає, що об'єкти інвестування мають низький виробничий потенціал, а ринкові можливості їх дуже незначні. У цьому випадку розраховувати на швидку окупність інвестицій і на їхню ефективність не можна.

У кожній зоні інвестиційної привабливості виділені *класи інвестування*. У зону низької інвестиційної привабливості входять перший, другий і третій класи. Зону прийнятної інвестиційної привабливості складають четвертий, п'ятий і шостий класи. Зона високої інвестиційної привабливості охоплює сьомий, восьмий і дев'ятий класи.

Найнижчий клас інвестиційної привабливості мають об'єкти інвестування, у яких інтегровані оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей перетинаються в квадраті 1; високий клас – об'єкти, у яких інтегровані оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей перетинаються в квадраті 9.

Виходячи з класу інвестиційної привабливості об'єкта інвестування, характеристики зони інвестиційної привабливості, з одного боку, а, з іншого боку – із цілей інвестування й інвестиційних можливостей інвестора, можливо прийняття інвестиційного рішення.

Покажемо використання матриці інвестиційної привабливості на прикладі двох підприємств – А і Б. Інтегровані показники оцінки виробничого потенціалу і ринкових можливостей підприємств подано у **табл. 5.14**.

Інтегровані показники оцінки виробничого
потенціалу і ринкових можливостей

Показники	Підприємство А	Підприємство Б
Інтегрований показник оцінки виробничого потенціалу	0,38	0,37
Інтегрований показник оцінки ринкових можливостей	0,72	0,41
Клас інвестиційної привабливості	5	3
Зона інвестиційної привабливості	прийнятна	низька

Як очевидно з поданих даних, інтегрований показник оцінки ринкових можливостей підприємства А значно вище інтегрованого показника оцінки ринкових можливостей підприємства Б. А от інтегровані оцінки виробничого потенціалу підприємств знаходяться на одному рівні – 0,38 і 0,37 відповідно. Використовуючи матрицю інвестиційної привабливості (рис. 5.10) і дані табл. 5.14, визначаємо клас інвестиційної привабливості аналізованих підприємств: підприємство А – 5 клас, підприємство Б – 3 клас.

Таким чином, підприємство А належить до зони прийнятної інвестиційної привабливості, а підприємство Б – до зони низької інвестиційної привабливості. Інвестування коштів у підприємство А можливо за критерієм ефективності інвестицій, але при цьому необхідно мати на увазі, що будуть потрібні інвестиції не тільки для придбання цілком або частково підприємства, але й інвестиції для посилення його виробничого потенціалу. Інвестування коштів у підприємство Б за критерієм ефективності інвестицій навряд чи доцільно, оскільки підприємство належить до зони низької інвестиційної привабливості. Позитивне інвестиційне рішення буде прийнято, скоріше, виходячи з інших, наприклад, стратегічних рішень. Але і при цьому необхідно мати на увазі, що підприємство Б по стану виробничого потенціалу і ринкових можливостей зажадає надалі значних коштів для підвищення організаційно-технічного рівня виробництва і зміцнення конкурентних позицій.

Розглянуті методики в повному обсязі рівень інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання не відбивають. І тому сьогодні впроваджуються нові сис-

теми її оцінки. Діапазон можливих інноваційних підходів досить широкий: від упровадження нефінансових показників, таких як: "інтелектуальний капітал", "лояльність клієнтів", "вартість брэнда" до "збалансованості контрольних карт", що ставлять собою інтеграцію фінансових і нефінансових показників.

5.7. Використання нефінансових оцінок у визначенні інвестиційної привабливості підприємства

Розглянуті методики оцінки інвестиційної привабливості об'єктів інвестування ґрунтуються на оцінці стану їхніх матеріальних ресурсів, що мають фізичні властивості, і результатів їхньої експлуатації. Матеріальні ресурси включають різноманітні типи власності, устаткування й інших фізичних технологій. Матеріальні ресурси не є рідкісними, оскільки їх достатньо легко придбати на відкритому ринку.

Крім матеріальних ресурсів у кожного підприємстві є ще і нематеріальні ресурси, у яких фізичні властивості відсутні. До їхнього числа належать:

людські ресурси, що містять знання, думки, судження і досвід персоналу підприємства;

організаційні ресурси, що включають організаційну культуру, організаційну систему;

права на інтелектуальну власність (як патенти, копірайти і марки), що подають і захищають новаторську ідею, ім'я ідеї і її втілення.

Нематеріальні ресурси слабко імітовані в силу соціального складу й унікальних історичних умов.

Нематеріальні ресурси підрозділяються на нематеріальні активи і можливості (рис. 5.11).

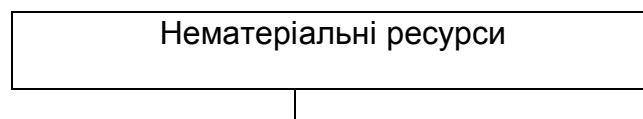




Рис. 5.11 . Структура нематеріальних ресурсів підприємства

Нематеріальні активи – це "речі, якими хтось володіє". Багато з них захищені законом. Вищі знання робітників звичайно називаються "чіткою компетенцією". Саме вони і можуть бути джерелом конкурентної переваги підприємства. Чітка компетенція постачальників, дистриб'юторів також є нематеріальним ресурсом підприємства.

Організаційна (корпоративна) культура включає переконання, знання, способи мислення і навички, відповідно до яких робітники подані в організації як результат того, що вони одержали мову, цінності, навички поведження і думки.

Саме нематеріальні ресурси підприємства й оцінюються при використанні нефінансових оцінок у визначенні інвестиційної привабливості підприємства.

Однією з перших нефінансових показників оцінки стала застосовувати скандинавська фінансова компанія Scandia. У 1991 р. Scandia увела поняття "індекс інтелектуального капіталу" (Intellectual Capital Index; ICI). Цей індекс, крім фінансових

показників, включає і нефінансові компоненти – показник "співробітники", показник "процеси, показник "клієнти", показник "відновлення і розвиток".

Показник "співробітники" є одним з основних складових ІСІ, при визначенні якого провадиться оцінка плинності кадрів, внеску окремих співробітників у створення вартості підприємства, а також індивідуальних спроможностей, кваліфікації співробітників і ступеня їхньої задоволеності роботою.

Показник "процеси" визначає рівень ефективності внутрішніх процесів підприємства, втрати ефективності бізнесів-процесів, періодичність виходу нових продуктів на ринок, результативність впровадження й експлуатації важливих технологій, включаючи інформаційні системи, а також ефективність адміністративних систем.

За допомогою **показника "клієнти"** провадиться оцінка взаємовідносин з існуючими клієнтами, рівня обслуговування і ступеня задоволеності клієнтів, а також частки підприємства на ринку.

Через **показник "відновлення і розвиток"** оцінюються перспективи створення вартості підприємства. При цьому визначаються необхідні у майбутньому обсяги інвестування в розвиток, зокрема, у кадровий потенціал.

Нефінансові показники можуть стати кращим способом оцінки майбутніх економічних можливостей підприємства, оскільки фінансові показники поточної діяльності не завжди відбивають довгострокові переваги, що можуть принести підприємству прийняті сьогодні рішення.

Недоліки нефінансових показників. Незважаючи на цілий ряд очевидних переваг нефінансових показників в оцінці інвестиційної привабливості підприємства, численні дослідження виявили істотні їхні недоліки. Часто ціною погоні менеджерів за великою кількістю дуже різних показників є час і кошти. Витрати на впровадження систем нефінансових вимірів, зокрема, додаткові інвестиції в інформаційні системи, а також час на опрацювання й аналіз численних нефінансових показників не завжди виправдують переваги, що дає застосування таких показників.

У ряді випадків процес виміру інвестиційної привабливості за допомогою нефінансових показників перетворюється в чисто формальний підрахунок балів, що не дає нічого для рішення поставлених задач.

У деяких випадках не встановлюється чітка причинна взаємозалежність між нефінансовим показником і очікуваним результатом від його впровадження, що призводить до невірної оцінки інвестиційної привабливості підприємства. І, крім того, нефінансові показники не завжди відрізняються достовірністю.

Короткі висновки

1. Заключним етапом аналізу інвестиційної привабливості є оцінка інвестиційної привабливості окремих суб'єктів господарювання. Інвестиційна привабливість підприємства – це інтегральна характеристика підприємства як об'єкта майбутнього інвестування з позицій перспективності розвитку, обсягів і перспектив збуту продукції, ефективності використання активів, їхньої ліквідності, стану платоспроможності і фінансової стійкості.

2. Напрямки аналізу інвестиційної привабливості підприємства і, відповідно, методика такого аналізу, залежать від цілей, що стоять перед інвестором. У вітчизняній практиці застосовуються різноманітні методики аналізу й оцінки інвестиційної привабливості підприємства. Найбільше поширеним методом оцінки інвестиційної привабливості підприємства є аналіз фінансових коефіцієнтів і показників, склад яких визначається виходячи з цілей і глибини аналізу, а також із інтересів основних груп користувачів. При аналізі фінансових показників і коефіцієнтів варто пам'ятати, що інвестиційна привабливість знаходиться під впливом чинників, що не мають вартісної оцінки (неформалізовані чинники).

3. Результати аналізу й оцінки фінансового стану підприємства повинні бути доповнені оцінкою його виробничого потенціалу і ринкових можливостей, що можна здійснити в ході об'єктного аналізу, який дозволяє оцінити інвестиційну привабливість із позиції виробничих і ринкових можливостей підприємства. Результа-

ючим етапом об'єктного аналізу є визначення класу інвестиційної привабливості об'єкта інвестування на основі матриці інвестиційної привабливості.

Модуль 4. ІНСТРУМЕНТИ ФІНАНСОВОГО АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

Лекція 6 “Основні положення інвестиційного проектування” (4 години)

1. Поняття інвестиційного проекту та основні положення інвестиційного проектування
2. Теоретичні основи фінансової оцінки інвестиційних проектів

Лекція 7 “Способи оцінки інвестиційних проектів” (8 годин)

1. Способи оцінки інвестиційних проектів, що засновані на бухгалтерському обліку
2. Часовий аспект вартості грошей
3. Способи оцінки інвестиційних проектів, що засновані на принципах економічної теорії
4. Методи визначення потрібної норми прибутку проекту
5. Умови використання методу чистої теперішньої вартості (NPV)

Лекція 6 “Основні положення інвестиційного проектування” (4 години)

1. Поняття інвестиційного проекту та основні положення інвестиційного проектування

В міжнародній практиці план розвитку підприємства представляється у виді спеціальним образом оформленого бізнес-плану, який за своєю сутністю ставить структурований опис цього розвитку. Такий структурований опис розвитку підприємства має назву “проект”. У найбільш загальному розумінні **проект** – це спеціальним образом оформлена пропозиція про зміну діяльності підприємства, що переслідує певну ціль.

Якщо проект пов'язаний із залученням інвестицій, то він має назву “інвестиційний проект”. Звичайно будь-який новий проект підприємства в тій або іншій мірі пов'язаний із залученням інвестицій.

Інвестиційні проекти розділяють на тактичні та стратегічні.

Інвестиційні проекти є формою реалізації інвестиційної стратегії підприємства та складовими його інвестиційного портфеля.

Стратегічні інвестиційні проекти передбачають кардинальні зміни у діяльності підприємства, мають довгостроковий характер та потребують багато коштів. Як правило, стратегічні інвестиційні проекти мають інноваційний характер, тобто зв'язані із реалізацією інновацій.

Приклади стратегічних інвестиційних проектів:

зміна організаційно-правової форми діяльності підприємства (акціонування підприємства, створення підприємства з участю іноземних інвестицій тощо);
 перехід на випуск принципово нової продукції;
 освоєння принципово нової технології;
 перехід на використання принципово нових конструкційних матеріалів.

Тактичні інвестиційні проекти передбачають певні зміни у діяльності підприємства, мають короткостроковий характер. Як правило, тактичні інвестиційні проекти зв'язані із збільшенням обсягу виробництва, підвищенням якості продукції або її модернізацією, модернізацією устаткування тощо.

Інвестиційне проектування – процес, у ході якого ідея або концепція, що є ядром проекту, отримує певну форму – проходить декілька етапів. Результатом інвестиційного проектування є інвестиційний проект, у якому чітко сформульовані зміни, що передбачаються у діяльності підприємства, та послідовність їх здійснення (рис. 4.1).



Рис. 4.1. Етапи інвестиційного проектування

1. Формулювання проекту (ідентифікація інвестиційних пропозицій). На цьому етапі керівники та спеціалісти підприємства аналізують поточний стан підприємства, визначають "вузькі місця" та найбільше пріоритетні напрямки його подальшого розвитку. Результат цього аналізу оформляється у виді деяких ідей, що спрямовані на рішення найбільше важливих для підприємства задач.

Вже на даному етапі необхідно мати більш-менш переконливу аргументацію у відношенні того, наскільки реальними є ці ідеї, наскільки можливо їх впровадження у діяльність підприємства. Такі аргументи можна отримати за допомогою проведення різноманітних видів аналізу. Одним з таких видів аналізу є визначення позиції підприємства, що здійснюється за двома критеріями – зрілості галузі і конкурентоспроможності підприємства.

Аналізі зрілості галузі зводиться до визначення її стану. Стан галузі встановлюється експертним шляхом. Експерти визначають стан галузі за допомогою таких характеристик: ембріональний, зростаючий, зрілий і застаріючий.

Конкурентоспроможність підприємства встановлюється порівняно з іншими підприємствами, для чого експертним шляхом визначається положення підприємства на цільовому ринку товарів або послуг. Положення підприємства може бути домінуючим, сильним, сприятливим, нестійким, слабким або нежиттєздатним.

Для спільного використання цих двох критеріїв застосовується критеріальна матриця (табл. 4.1). Саме за її допомогою можна отримати первісне уявлення про положення підприємства та, відповідно, про реальність здійснення тих або інших інвестицій-

них проектів.

Таблиця 4.1

Критеріальна матриця

Положення підприємства на ринку	Стадія зрілості галузі			
	Ембріональна	Зростаюча	Зріла	Застаріюча
Домінуюче	Темпи інвестування повинні випереджати темпи розвитку ринку	Інвестиції повинні сприяти збільшенню ринкової частки та посиленню ринкової позиції	Інвестиції повинні сприяти збереганню ринкової позиції	Інвестиції повинні сприяти збереганню ринкової позиції
Сильне	Темпи інвестування зумовлені ринковою кон'юнктурою	Інвестиції спрямовані на збільшення частки підприємства на ринку	Інвестиції спрямовані на збереження ринкової позиції. Темпи інвестування повинні відповідати темпам розвитку ринку	Інвестиції спрямовані на збереження ринкової позиції або на вихід з галузі
Сприятливе	Інвестиції спрямовані на вибіркове збільшення частки підприємства на ринку	Інвестиції спрямовані на вибіркове збільшення частки підприємства на ринку	Інвестиції спрямовані на стабілізацію ринкової частки та її захист	Інвестиції спрямовані на поступовий вихід з галузі
Нестійке	Інвестиції спрямовані на вибіркове завоювання ринкових позицій	Інвестиції спрямовані на пошук ринкової нищи та її захист	Інвестиції спрямовані на пошук ринкової нищи та її захист або поступовий вихід з галузі	Інвестиції спрямовані на поступовий або різкий вихід з галузі
Слабке	Інвестиції або повинні бути значними з метою створення та зміцнення ринкових позицій, або спрямовані на вихід з галузі	Інвестиції спрямовані або на перебудову діяльності, або на вихід з галузі	Інвестиції спрямовані або на перебудову діяльності, або на поступовий вихід з галузі	Інвестиції спрямовані на вихід з галузі

Новий проект майже напевно приречений на невдачу, якщо положення підприємства відповідає нижній правій частині матриці.

Пошук аргументації у відношенні того, наскільки реальними є висунути ідеї, наскільки можливо їх впровадження у діяльність підприємства не повинний бути тривалим за часом. Попередні висновки переважно базуються на якісних оцінках.

Якщо з'явилось декілька ідей подальшого розвитку підприємства, якщо усі вони є в однаковому ступені корисними і здійсненними, то далі провадиться рівнобіжна розробка декількох інвестиційних проектів із тим, щоб рішення про найбільше прийнятне з

них прийняти на завершальній стадії формування інвестиційного портфеля підприємства.

2. Розробка інвестиційного проекту. Цей етап інвестиційного проектування розглянемо стосовно капітальних інвестицій.

Канонічний інвестиційний проект має три складові: технологічну, будівельну та техніко-економічну (рис. 4.2).

Розробку проекту здійснюють на підставі завдання на проектування або спеціалісти різноманітних профілів підприємства, або спеціалізовані установи, з якими підприємство укладає договір на розробку проектно-кошторисної документації. Обґрунтування доцільності здійснення проекту можуть також виконувати або спеціалісти підприємства (маркетологи, інвестиційні менеджери, конструктори та технологи), або спеціалізовані установи (наприклад, проектно-дослідницькі).



Рис. 4.2. Складові інвестиційного проекту

У передпроектних дослідження виділяють економічні та інженерні дослідження.

Економічні дослідження по проекту проводяться з метою перевірки економічної доцільності проекту: вивчаються можливості забезпечення виробництва сировиною, необхідними матеріалами та комплектуючими (закупівля, власне виробництво, імпорту тощо), транспортування матеріальних ресурсів та його вартість, наявність відповідних спеціалістів, можливість їх підготовки тощо.

Особлива роль в економічних дослідженнях по проекту належить маркетинговому аналізу, за результатами якого одержують відповідь на головне запитання:

чи зможе підприємство одержати від експлуатації проекту достатній обсяг прибутку, що виправдує інвестиційний проект?

У маркетинговому аналізі виділяють чотири такі блоки:

аналіз ринку;
 аналіз конкурентного середовища;
 розробка маркетингового плану продукту;
 забезпечення достовірності інформації, використовуваної в аналізі.

Інженерні дослідження по проекту передбачають вивчення топографічних, геологічних, гідрогеологічних умов реалізації майбутнього проекту та його експлуатації, перевірку надійності конструкцій, екологічності використовуваних матеріалів, аналіз екологічних наслідків експлуатації проекту тощо.

Результатом розробки інвестиційного проекту є:

робочий проект (а для складних проектів – ще і робоча документація);
 кошторис витрат.

3. Експертиза проекту є невід’ємним складовою інвестиційного проектування. Основними вимогами до експертизи інвестиційних проектів є незалежність та висока якість.

Експертизу інвестиційних проектів має сенс проводити і на етапі ідентифікації інвестиційних пропозицій, і на етапі розробки інвестиційного проекту, тобто постійно.

Призначенням експертизи інвестиційного проекту по всіх стадіях інвестиційного проектування є оцінка доцільності подальшого продовження інвестиційного проектування. У результатах експертизи зацікавлені і стратегічний інвестор (кредитний або прямиий), внесок якого до фінансування проекту передбачається вельми суттєвим, і власник проекту (підприємство, що реалізує проект). Краще витратити деяку суму на кваліфіковану експертизу, ніж загубити велику частину грошей у процесі виконання проекту. Витрати на проведення експертизи повністю окупляться.

4. Реалізація проекту охоплює реальний розвиток бізнесу-ідеї до того моменту, коли проект цілком входить в експлуатацію. Сюди входить відслідкування й аналіз усіх видів діяльності підприємства в міру їх зміни в результаті впровадження інвестиційного проекту і контроль із боку іноземного або вітчизняного інвестора за ходом реалізації проекту. Дана стадія включає також основну частину реалізації проекту, задача якої в остаточному підсумку складається в перевірці достатності грошових потоків, що генеруються проектом для покриття вихідної інвестиції і забезпечення бажаної інвесторами віддачі на вкладені гроші.

2. Теоретичні основи фінансової оцінки інвестиційних проектів

Існують два основні підходи до фінансової оцінки інвестиційних проектів, які утворюють теоретичний фундамент аналізу капітальних інвестицій: бухгалтерський та економічний (або фінансовий).

Бухгалтерський підхід до фінансової оцінки інвестиційних проектів передбачає, що довгостроковий фінансовий успіх визначається дохідністю проекту, тоді як при оцінці короткострокового успіху більшу увагу приділяють ліквідності проекту.

Ці два поняття – дохідність та ліквідність – широко застосовуються у методах оцінки капітальних інвестицій.

Поняття ліквідності стосується питання швидкості окупності капітальних інвестицій, а методи аналізу капітальних інвестицій оцінюють швидкість, з якою проект відшкодує первісні витрати.

Поняття дохідності стосується питання отримання прибутку від капітальних інвестицій.

Поняття “прибуток” та “середні інвестиції”, які є втіленням бухгалтерського підходу, стали інструментами інвестиційного аналізу.

Інструменти інвестиційного аналізу, що базуються на бухгалтерському обліку, популярні на практиці, особливо на малих та середніх підприємствах. Їх часто відносять до традиційних методів.

Економічний та фінансовий підходи до фінансової оцінки інвестиційних проектів. Економічна та фінансова теорія дають нове розуміння фінансового успіху від реалізації проектів. Такий теоретичний погляд в меншій мірі стосується ліквідності та дохідності і в більшій мірі – максимізації добробуту підприємства в цілому або акціонерів (якщо підприємство діє в організаційно-правовій формі акціонерного товариства) та розгляду ризику. Цей підхід передбачає, що вдалими є інвестиційні проекти, які приносять дохід підприємству, акціонерам, оскільки капітальні інвестиції зв'язані із ефективним розподілом ресурсів.

Економічний та фінансовий підходи до фінансової оцінки інвестиційних проектів передбачають, що вартість проектів капітальних інвестицій визначається як перевищення майбутніх доходів над поточними та майбутніми витратами. Тут до аналізу капітальних інвестицій входить часовий аспект грошової вартості як засіб визначення вартості майбутніх надходжень. Виходячи з цього, інвестиційний проект вважається прийнятним, якщо очікуваний прибуток перевищує очікувані витрати. Тому ліквідність проекту (часовий аспект надходжень коштів) та дохідність (фінансовий аспект надходжень коштів) є менш важливими чинниками.

В економічній теорії також досліджуються ризики інвестиційних проектів. Інвестиційні проекти є різними за ступенем ризику. Тому в рамках економічної теорії вважається, що вимоги інвесторів до доходів залежать від ступеня ризику: чим вище інвестиційний ризик, тим більший прибуток необхідний інвестору для компенсації ймовірності, що відхилення в можливих надходженнях зведуть нанівець фінансові вигоди проекту.

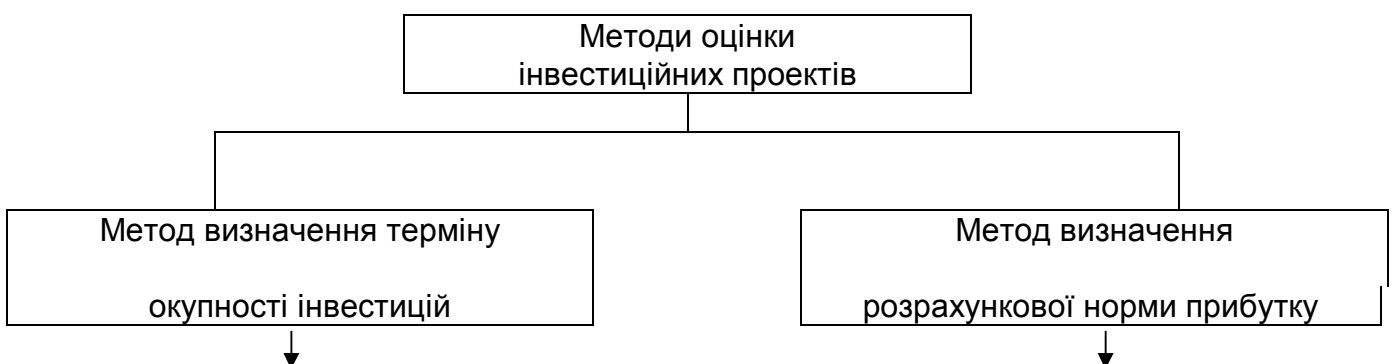
Сполучення прагнень максимізувати добробут (головним чином, на підставі грошових коштів, а не прибутку) та знизити інвестиційний ризик зумовило появу **методів фінансового аналізу**, які є відмітними від традиційних методів, що базуються на бухгалтерському обліку.

Розглянемо кожний з перерахованих методів оцінки інвестиційних проектів (капітальних інвестицій), а на прикладах їх застосування виявимо їх переваги та недоліки.

Лекція 7 “Способи оцінки інвестиційних проектів” (6 годин)

1. Способи оцінки інвестиційних проектів, що засновані на бухгалтерському обліку

Традиційний бухгалтерський підхід до фінансової оцінки інвестиційного проекту передбачає використання двох методів (рис. 4.3).



PP – термін окупності	AROR – розрахункова норма прибутку (або ROI – прибуток на капітал)
-----------------------	---

Рис. 4.3. Методи фінансової оцінки інвестиційних проектів з позиції традиційного (бухгалтерського) підходу

На рис. 4.3 показані умовні позначки понять, що є основою кожного з методів фінансової оцінки інвестиційних проектів.

Метод розрахунку терміну окупності інвестиційного проекту орієнтований на короткострокову оцінку і за його допомогою визначають, наскільки швидко інвестиційний проект окупиться. Термін окупності інвестицій (**PP**) зв'язаний з ліквідністю. Чим швидше інвестиційний проект окупить первісні витрати, тим краще. У цьому методі увага зосереджується як на надходженнях від здійснення інвестиційного проекту (зворотні грошові потоки), так і на швидкості цих надходжень. Але рівень дохідності або загальний прибуток від здійснення інвестиційного проекту у цьому методі не враховуються.

Таким чином, за методом визначення терміну окупності інвестицій мірою оцінки капітальних інвестицій є прийнятний термін окупності. Чим вища ліквідність коштів потрібна інвестору, тим коротшим повинен бути термін окупності (PP).

На величину терміну окупності інвестицій впливає рівномірність розподілу прогнозованих зворотних грошових потоків по інвестиційному проекту. Якщо зворотні грошові потоки розподілені по роках експлуатації інвестиційного проекту рівномірно, то тоді термін окупності розраховується діленням вартості інвестиційного проекту (величини прямих грошових потоків) на величину річного доходу (прибутку) підприємства, який зумовлено інвестиційним проектом. При отриманні дробового числа воно округлюється до найближчого цілого.

Приклад розрахунку PP при рівномірному розподіленні по роках експлуатації інвестиційного проекту грошових надходжень.

Підприємство має намір придбати нову комп'ютерну систему. Витрати на придбання та установку складуть 120 000 грн. Очікується, що система здатна знизити адміністративні витрати на 20 000 грн. Строк служби системи – 8 років. На підприємстві вважають, що капітальні інвестиції є виправданими, якщо вони окупаються протягом 4-х років (податки та амортизація не враховуються). Яким є термін окупності витрат на комп'ютерну систему?

Рішення.

Первісні витрати на придбання нової комп'ютерної системи становлять 120 000 грн.; річний прибуток або ефект (збереження коштів) – 20 000 грн. Тому $PP = 6$ років ($120\,000 : 20\,000$).

Чи буде підприємство купувати комп'ютерну систему?

Відповідь залежить від значення встановленого підприємством терміну окупності. У прикладі підприємство вважає, що капітальні інвестиції є виправданими, якщо вони окупаються протягом 4-х років, тобто встановлений PP дорівнює 4 рокам. Оскільки розрахункове значення PP складає 6 років, то скоріш за все купувати комп'ютерну систему підприємство не буде.

Якщо зворотні грошові потоки розподілені по роках експлуатації інвестиційного проекту нерівномірно, то тоді термін окупності розраховується прямим підрахунком років (або інших періодів, наприклад, місяців), на протязі яких вартість інвестиційного проекту буде відшкодовано за рахунок зворотних грошових потоків (або надходжень по проекту).

Приклад розрахунку PP при нерівномірному розподіленні по роках експлуатації інвестиційного проекту грошових надходжень.

Повернемося до розглянутого прикладу.

Очікувану економію від впровадження комп'ютерної системи було переглянуто, внаслідок чого з'ясувалося, що економія буде зростати по мірі того, як персонал буде знайомитися із можливостями комп'ютерної системи. Майбутні збереження виглядають в такий спосіб:

Рік	Надходження коштів, грн.	Накопичені надходження коштів, грн.
1	800	800
2	800	1 600
3	1 500	3 100
4	1 500	4 600
5	2 500	7 100
6	2 500	9 600
7	3 200	12 800
8	3 200	16 000

Рішення.

Дані таблиці свідчать, що показник РР зріс. Якщо передбачити, що надходження зростають постійно протягом року, то термін окупності капітальних інвестицій (РР) складе 6,75 року, незважаючи на те, що загальні надходження залишилися на тому ж рівні (16 000 грн.). Оскільки розрахункове значення РР не змінилося і також складає 6 років, то скоріш за все проект з купівлі комп'ютерної системи на підприємстві не буде схвалений.

Метод розрахунку терміну окупності інвестиційного проекту є найбільш простим та дуже поширеним у практиці оцінки інвестиційних проектів. Метод має переваги у випадку, якщо інвестиційному проекту властивий високий ступень ризику. Тому чим коротше термін окупності проекту, тим менш ризикованим є проект. Така ситуація властива для підприємств, на діяльність яких суттєво впливають технологічні зміни.

Але на цьому переваги методу розрахунку терміну окупності інвестиційного проекту і скінчуються. Недоліків цей метод має набагато більше. Найбільш яскраво ці недоліки проявляються у тому випадку, якщо мова йде про альтернативні інвестиційні проекти, тобто проекти, з яких тільки один може бути вибраним для наступного впровадження.

Ці недоліки зводяться до такого.

Показник РР не враховує надходження, які поступають власнику інвестиційного проекту після завершення терміну окупності. В розглянутому прикладі на 7-й та 8-й роки підприємство одержувало надходження коштів від експлуатації комп'ютерної системи (щорічно по 3 200 грн.), але при розрахунку терміну окупності ці надходження вже не враховувалися.

Цей недолік віддзеркалює короткострокову орієнтацію методу розрахунку терміну окупності інвестиційного проекту, тому з використанням показника РР відкидаються інвестиційні проекти, які розраховані на значний строк окупності, і приймаються ті інвестиційні проекти, які забезпечують швидке повернення вкладених коштів, навіть якщо такі проекти будуть скромними та недовгочасними.

Другим важливим недоліком показника РР є те, що він ігнорує характер розподілу надходжень коштів по роках. Наприклад, є два інвестиційні проекти; річні надходження першого інвестиційного проекту мають такий вигляд (4 000, 6 000 та 2 000 грн.), а щорічні надходження другого інвестиційного проекту мають інший вид (2 000, 4 000 та 6 000 грн.). З точки зору показника РР ці два

інвестиційні проекти рівноправні, хоча очевидною є перевага першого проекту, оскільки його експлуатація забезпечую більшу величину надходжень коштів саме у перші два роки.

Таким чином, оцінюючи показник РР з точки зору його застосування в фінансовому аналізі інвестиційних проектів, можна констатувати таке. Оцінку інвестиційних проектів за допомогою показника РР доцільно проводити за таких умов:

інвестиційний проект передбачає одноразове вкладення первісних інвестицій;

після завершення вкладення коштів інвестор починає отримувати приблизно однакові щорічні грошові надходження на протязі всього періоду експлуатації інвестиційного проекту.

Метод визначення розрахункової норми прибутку (прибуток на капітал) передбачає порівняння величини прибутку від проекту та величини вкладеного капіталу. Визначення розрахункової норми прибутку або середньої ставки доходу – це простий бухгалтерський спосіб, який показує прибутковість проекту. Цей метод оцінки інвестиційних проектів, напевне, найдавніший. Але одночасно цей метод оцінки інвестиційних проектів є найбільш спірним, тому що величина показника розрахункової норми прибутку (AROR) залежить від того, що розуміється під доходом та вкладеним капіталом. Тому перш, ніж використовувати цей показник та формулювати оцінку інвестиційного проекту, необхідно надати відповідні пояснення щодо прийнятого змісту понять “дохід” та “вкладений капітал”

Визначення величини доходу. В різних джерелах описані різні підходи до визначення доходу, який передбачається отримати внаслідок експлуатації інвестиційного проекту. Найчастіше під доходом розуміється прибуток, отриманий від експлуатації інвестиційного проекту. Існуючі підходи відрізняються, по-перше, видом прибутку (це може бути балансовий прибуток або чистий прибуток), по-друге, врахуванням фінансових витрат – відсотків за користування позиковими коштами (в одних випадках їх додають до чистого прибутку, в інших – не враховують).

Таким чином, **при застосуванні до оцінки інвестиційного проекту за допомогою розрахункової норми прибутку (AROR), перш за все, необхідно встановити, що буде ставити собою прибуток від проекту.**

Неоднозначним є також визначення величини вкладеного капіталу. **Величину вкладеного капіталу можна розрахувати двома способами:**

як первісно вкладений капітал – витрати на купівлю та установку основних засобів та збільшення оборотного капіталу, який потрібний на початковому етапі інвестицій;

як середній вкладений капітал протягом терміну служби інвестицій з урахуванням остаточної вартості активів.

Від змісту, що вкладається в поняття дохід та вкладений капітал, суттєво залежить значення розрахункової норми прибутку – AROR.

Таким чином, при застосування методу розрахункової норми прибутку (AROR) необхідно уточнити таке:

що ставить собою дохід від проекту?

як визначити величину вкладеного капіталу?

Неоднозначність визначення розрахункової норми прибутку (AROR) покажемо на прикладі.

Приклад.

Інвестиційний проект передбачає перехід на нову технологію. Вартість обладнання, що придбається, складає 120 000 грн., термін їх експлуатації за паспортними даними – 5 років; остаточна вартість – 20 000 грн. Додаткові витрати на інвентар, що будуть повністю відшкодовані за термін експлуатації обладнання, складають 10 000 грн. Очікується, що нове обладнання забезпечить збільшення прибутку підприємства на 50

000 грн. на рік. Одночасно постійні витрати підприємства зростуть на 20 000 грн. на рік за рахунок амортизації (120 000 – 20 000 (остаточна вартість) : 5).

Необхідно розрахувати AROR проекту як по первісно вкладеному капіталу, так і по середньому капіталу.

Рішення.

Формула розрахунку показника розрахункової норми прибутку (AROR) може бути представлена в двох варіантах:

1-й варіант

$$AROR = СП_p : ПБК, \quad (4.1)$$

де $СП_p$ – середній прибуток на рік (балансовий або чистий);

ПБК – первісний вкладений капітал.

Первісний вкладений капітал включає первісні витрати коштів по проекту та додаткові витрати.

2-й варіант

$$AROR = (\Sigma СП : n) : [(ПБК - ОВ) : 2], \quad (4.2)$$

де $\Sigma СП$ – прибуток, що отриманий за роки експлуатації інвестиційного проекту;

n – термін експлуатації проекту;

ПБК – первісний вкладений капітал;

ОВ – остаточна вартість активів

Розрахуємо значення показників для визначення AROR.

1-й варіант

$СБП_p$ (середній балансовий прибуток на рік) до оподаткування дорівнює 30 000 грн. на рік: збільшення прибутку підприємства – постійні витрати підприємства (50 000 – 20 000).

ПБК (первісний вкладений капітал) складає 130 000 грн.: вартість обладнання + додаткові витрати на інвентар, тобто (120 000 + 10 000).

2-й варіант

Середній вкладений капітал складає 55 000 грн. : (первісний вкладений капітал – остаточна вартість капіталу) : 2, тобто (130 000 – 20 000) : 2.

$СБП_p$ (середній балансовий прибуток на рік) також дорівнює 30 000 грн. на рік, оскільки надходить рівномірно по роках експлуатації проекту.

Розрахунок AROR активів двома способами:

1-й варіант

$$30\,000 : 130\,000 = 0,23 \text{ або } 23\%$$

2-й варіант

$$30\,000 : 55\,000 = 0,54 \text{ або } 54\%$$

Отримані результати значною мірою відрізняються один від одного. Причому, норма прибутку, яка розрахована по середньому значенню капіталу, є значно більшою тому, що чим більше остаточна вартість активів, тим меншою буде величина знаменника у формулі (8.2), тим меншою буде значення норми прибутку AROR.

Як і метод розрахунку терміну окупності інвестиційного проекту, метод визначення розрахункової норми прибутку є надзвичайно простим, чим і покликано його широке використання в оцінці інвестиційних проектів. Але недоліків у цього методу набагато більше:

існує багато способів визначення доходу та вкладеного капіталу; тому перш, ніж аналізувати отримані значення, необхідно знати, яким чином були підготовлені до розрахунку показники доходу та вкладеного капіталу. Невідповідності сть показників, як видно з прикладу, може привести до отримання неточних значень розрахункової норми прибутку AROR, що може вплинути на прийняття інвестиційного рішення;

в оцінці прибутковості інвестиційного проекту як показник повернення капітальних інвестицій використовується тільки прибуток, а не зворотні грошові потоки. Амортизаційні відрахування, як складова зворотного грошового потоку, не враховуються.

Методи, які передбачає традиційний бухгалтерський підхід до фінансової оцінки інвестиційного проекту (метод розрахунку терміну окупності інвестиційного проекту – показник РР та метод визначення розрахункової норми прибутку – показник AROR), мають крім зазначених ще і **спільні недоліки**:

вони базуються на припущенні, що ризик чи невпевненість при прийнятті інвестиційних рішень щодо проектів, які розглядаються, не є основною проблемою для інвестиційних менеджерів або керівників підприємства;

вони не враховують грошові потоки за проектом та часову складову грошових потоків по проекту, тобто не враховують зміну грошей за часом.

Таким чином, розглянуті два традиційних методи оцінки інвестиційних проектів не є ідеальними. Хоча вони використовуються на практиці, їм властиві серйозні недоліки, які можуть привести до неправильних інвестиційних рішень. В серйозній економічній літературі з інвестування цим методам не приділяється багато уваги на відміну від більш складних методів, чиї коріння знаходяться в економічній теорії.

Перш, ніж перейти до більш складних методів аналізу інвестиційних проектів, необхідно познайомитися із часовим аспектом вартості грошей та процесом дисконтування.

2. Часовий аспект вартості грошей

Існує декілька причин, які викликають зміну вартості грошей у часі. Сукупність цих причин характеризуються терміном “нав’язані (або альтернативні) витрати”. Ці причини такі:

гроші, які існують сьогодні, можуть принести дохід у майбутньому;

купівельні спроможність грошей із часом знижується через інфляцію;

кожна людина бажає здійснювати споживання сьогодні, але не у майбутньому.

Нав’язані (або альтернативні) витрати (нав’язана вартість) – це вигода, яка упущена внаслідок невикористання економічного ресурсу більш вигідним способом.

Власник грошей, який відмовився використовувати свої гроші сьогодні з метою отримання доходу назавтра, потребує компенсації за скорочення вартості майбутніх грошових надходжень. Таке скорочення можливо за рахунок впливу інфляції або наступу несприятливих подій.

Я к и м ч и н о м м о ж л и в о к о м п е н с у в а -
т и в л а с н и к г р о ш е й с к о р о ч е н н я
в а р т о с т і м а й б у т н і х г р о ш о в и х
н а д х о д ж е н ь ?

Ц е м о ж л и в о , я к щ о р і в е н ь д о х і д -
н о с т і н а в к л а д е н и й к а п і т а л б у д е
в р а х о в у в а т и н е т і л ь к и с а м у д о -
х і д н і с т ь , а л е і р і в е н ь і н ф л я ц і ї
т а р и з и к в т р а т и г р о ш е й .

Т а к и м ч и н о м , б у д ь - я к и й р і в е н ь
д о х і д н о с т і н а в к л а д е н и й к а п і т а л
– п р о ц е н т н а с т а в к а а б о
н а в ’ я з а н а (а л ь т е р н а т и в н а) в а р -
т і с т ь г р о ш е й м і с т и т ь т р и о с н о в -
н и х к о м п о н е н т и :

інфляція (для того, щоб гарантувати, що реальна купівельна спроможність грошей у майбутньому не зміниться);
 безризиковий дохід (дохід, який отримує інвестор за використання своїх грошей, якщо інвестує їх в абсолютно безризиковий об'єкт);

премія за ризик або ризикова премія (забезпечує додаткову компенсацію за будь-який ризик, зв'язаний із інвестиціями).

Якщо перші дві складові процентної ставки – інфляція та безризиковий дохід – є однаковими для всіх інвесторів, які визначають самі для себе процентну ставку, то ризикова премія є особистою справою кожного інвестора. Але тут є загальне правило: високі доходи зв'язані із високим ризиком і навпаки, чим меншим очікується дохід на інвестиції, тим нижчим буде ризик. Іншими словами, між ризиком та дохідністю існує прямо пропорційна залежність – чим ризикованіший проект, тим вищою є вимога до його дохідності.

В оцінці грошових потоків завжди існують два види вартості грошей, взаємозв'язок яких характеризують зміну грошей за часом:

теперішня вартість грошей – це їх вартість у теперішній момент часу;

майбутня вартість грошей – це величина теперішньої вартості грошей у майбутньому з урахуванням їх зростання при певній нормі дохідності.

Теперішня та майбутня вартості грошей взаємозв'язані. Їх взаємозв'язок здійснюється за допомогою певних коефіцієнтів (рис. 4.4).

Якщо відома теперішня вартість грошей, то майбутню вартість можна визначити з використанням процентної ставки. Якщо відома майбутня вартість грошей, то теперішню вартість можна визначити з використанням дисконтної ставки або коефіцієнта дисконтування.

В оцінці грошових потоків завжди відомі або задані два показника, тоді як третій необхідно знайти (визначити).

Процес, в якому відома теперішня вартість грошей та процента ставка, має назву процесу нарощування або **компаундинга** (compounding). У процесі нарощування грошовий потік рухається від теперішнього до майбутнього (див. рис. 4.4).

Процес, в якому задані повернена сума та коефіцієнт дисконтування, має назву процесу дисконтування. У процесі дисконтування грошовий потік рухається від майбутнього до теперішнього.



Рис. 4.4. Логіка руху грошових потоків у процесах нарощування та дисконтування

Процес компаундинга і дисконтування використовується фінансовими інститутами з незапам'ятних часів. Хоча застосування цієї методології до інвестицій почалося пізніше, технічні прийоми були загальновідомі.

Концепцію часового аспекту вартості грошей можна продемонструвати на прикладі збереження грошей у банку.

Наприклад, на банківський рахунок внесено 1 000 грн. на 1 рік; процентна ставка – 18 %. Наприкінці року можна отримати 1 180 грн. ($1\,000 \times 1,18$). І навпаки, якщо необхідно за таких же умов отримати через рік 1 350 грн., то сьогодні необхідно внести в банк 1 144 грн. ($1\,350 : 1,18$).

Нарощування вартості грошей (компаундинг). Прості математичні формули дозволяють визначити майбутню вартість будь-якої суми, що буде отримана чи виплачена в будь-який момент.

Існують дві схеми нарощування капіталу – схема простих процентів (simple interest) та схема складних процентів (compound interest) (табл. 4.2).

ТАБЛИЦЯ 4.2

Схеми нарощування капіталу

Схема простих процентів	Схема складних процентів
$MВ = ТВ \times (1 + r \times n)$	$MВ = ТВ \times (1 + r)^n$
<p>MВ – майбутня вартість грошей; ТВ – теперішня вартість грошей; r – потрібна норма дохідності (процентна ставка або нав'язана вартість грошей) в долях одиниці; n – кількість років, протягом яких здійснюється нарощування грошей.</p>	

П р и н ц и п о в а в і д м і т н і с т ь ц и х д в о х с х е м п о л я г а є в т о м у , щ о в с х е м і п р о с т и х п р о ц е н т і в ч е р г о в и й р і ч - н и й д о х і д о б ч и с л ю є т ь с я з в и х і д - н о ї в е л и ч и н и і н в е с т о в а н о г о к а - п і т а л у , т о д і я к в с х e м і с к л a д н и х п р o c e n t і в – і з з a г a л ь н o ї в e л и - ч и н и і н в e c t o в a н o г o к a п і - т a л у , т o б т o с y м и і н в e c t o в a н o г o к a п і - т a л у т a р a н і ш н a р a x o в a н и х п р o - ц e n t і в , я к і н e в и л y ч e н і і н в e c - т o р o м .

Р о з г л я н e м o п р и к л a д и o б ч и c л e n н я м a й б y т н ь o ї в a р т o c т і з a р o з г л я - н у т и м и с х e м a м и .

П р и к л a д . П і д п р и є м с т в o м a є н a - м і р в к л a c т и 1 0 0 т и с . г р н . П р o - ц e n т a c т a в к a – 5 , 6 % . Т e р м і н в к л a d a n н я – 3 р o к и . Р o з р a x y в a т и м a й б y т н ю в a р т і c т ь г р o ш e й .

Схема простих процентів	Схема складних процентів
$MB = 100,0 \times (1 + 0,056 \times 3)$ $= 116,8 \text{ тис. грн.}$	$MB = 100,0 \times (1 + 0,056)^3$ $= 117,75 \text{ тис. грн}$

Дисконтування. Зворотна операція – визначення теперішньої вартості майбутніх грошей – має назву дисконтування. За допомогою дисконтування можна знайти теперішню вартість грошей, які будуть отримані у майбутньому. Економічний смисл дисконтування міститься у часовому упорядкуванні грошових потоків різноманітних часових періодів. Дисконтування грошових потоків здійснюється з використанням коефіцієнта дисконтування або дисконтної ставки.

Коефіцієнт дисконтування показує, який щорічний процент повернення бажає (або може) мати інвестор на інвестований капітал.

Розрахункова формула дисконтування має вигляд:

$$TB = MB : (1 + r)^n . \quad (4.3)$$

Приклад. Вкладення грошей дозволить через рік отримати 1 020 млн. грн. Визначити теперішню вартість грошей.

Рішення.

При прийнятій ставці доходу 5% одержувані через рік 1 020 млн. грн. сьогодні еквівалентні 971,4 млн. грн. Інвестовані сьогодні 971,4 млн. грн. через рік виростуть до 1 020 млн. грн. Формула (8.3) чітко відбиває економічний компроміс між грішми, одержуваними сьогодні, і грішми, одержуваними в майбутньому, на основі врахування фактора часу і можливості отримати прибуток. Якщо на даному етапі ігнорувати ризик, то інвестор повинен бажати заплатити сьогодні 971,4 млн. грн. за фінансовий контракт, що принесе йому через рік 1 020 млн. грн.

Чим довшим є період очікування, тим меншою стає поточна дисконтована вартість грошей, що будуть отримані в майбутньому, тому що за кожен додатковий період очікування накопичується можливість отримати прибуток протягом даного терміну. Первісне вкладення і відсотки по ньому, якщо їх не вилучати, складалися б, і в наступні роки відсотки нараховувалися вже від більшої суми.

Процес визначення вартості одержуваних (майбутня вартість) чи затрачуваних грошей (теперішня вартість) простий, коли відомі період часу і рівень можливого прибутку. **Наприклад**, сума 1000 грн, що буде отримана тільки через 5 років, сьогодні коштує тільки 783,53 грн., оскільки дана сума, інвестована сьогодні під 5% річних. При нарахуванні складних відсотків 783,53 грн. через 5 років виростають до 1000 грн., якщо щорічні відсотки будуть акумулювати на рахунку. Результат виходить математично суворо: вартість майбутньої суми зменшується в точній відповідності з можливістю дістати прибуток і згодом одержання суми.

Процедура дисконтування є нескладною, якщо відомий коефіцієнт дисконтування або дисконтна ставка (r або RRR). Її визначення або вибір є найбільш складним при дисконтуванні майбутніх грошових потоків у кожному конкретному випадку оцінки інвестицій. Більш детально дисконтна ставка буде розглянута нижче.

Концепція часової вартості грошей надає можливість правильно, коректно порівнювати один з одним грошові потоки, які виникають у різні періоди часу. Дисконтування грошових потоків – це наріжний камінь всіх складних методів фінансового аналізу інвестиційних проектів.

3. Способи оцінки інвестиційних проектів, що засновані на принципах економічної теорії

Метод чистої приведеної вартості (у ряді видань – чистої приведеної ефективності) дозволяє порівняти теперішню вартість майбутніх доходів від капітальних інвестицій із потрібними сьогодні витратами. Іншими словами, всі майбутні доходи від ін-

вестицій дисконтуються на сьогочасний момент часу та порівнюються із інвестиційними витратами. Тоді, **чиста приведена вартість – це різниця між теперішньою вартістю прибутку та витратами на інвестування.**

Чиста приведена вартість позначається як (Net present value).

Критерій прийняття рішень в методі NPV є однаковим для будь-яких видів інвестицій та установ:

якщо величина NPV є додатною (тобто більш нуля), то інвестиційний проект слід прийняти;

якщо величина NPV є від'ємною (тобто менше нуля), то інвестиційний проект приймати не слід;

якщо величина NPV дорівнює нулю, то такий проект навряд чи буде привабливим. Нульове збільшення добробуту власника інвестиційного проекту – це недостатня нагорода за зусилля, що вкладені у проект. Можливо, інвестиційний проект слід оцінити за іншими, не економічними критеріями.

Для використання методу аналізу NPV необхідна така інформація:

первісні витрати на інвестиції (вартість інвестиційного проекту або прямі грошові потоки);

майбутні (зворотні) грошові потоки;

очікуваний або нормативний термін експлуатації інвестиційного проекту;

потрібна норма прибутку (дисконтна ставка або коефіцієнт дисконтування – r або RRR);

Всі названі показники потрібно визначити, але з числа названих показників найбільш складним є потрібна норма прибутку або дисконтна ставка (r або RRR).

З економічної точки зору дисконтна ставка (або коефіцієнт дисконтування) – це прибутковість інвестицій, яка звичайно одержується інвестором від інвестицій схожої природи і ризику. По суті, це можлива ставка прибутковості. На підприємстві визначення ставки дисконтування ускладнюється як розмаїтістю інвестиційних можливостей, так і розмаїтістю варіантів фінансування через власні і позикові джерела. Ставки прибутковості, звичайно використовувані для дисконтування грошових потоків від капіталовкладень, повинні відповідати мінімальним вимогам по прибутковості, що забезпечать звичайно очікуваний рівень доходу.

Найбільш часто дисконтну ставку визначають на підставі загальної вартості капіталу для підприємства (cost of capital), що бере до уваги чекання акціонерів, ризик діяльності і фінансовий важіль. Іноді ставка прибутковості на підприємстві поділяється на ряд ставок для різних видів діяльності усередині підприємства, щоб врахувати різний ступінь ризику в різних видах діяльності.

Порядок визначення показника NPV такий:

визначається поточна вартість витрат (IC), тобто зважується питання, скільки інвестицій потрібно зарезервувати для інвестиційного проекту.

розраховується поточна вартість майбутніх грошових надходжень від експлуатації інвестиційного проекту (PV), для чого доходи за кожний рік приводяться до теперішньої дати. Величина PV ставить собою суму майбутніх грошових надходжень за всі роки очікуваного або нормативного терміну експлуатації інвестиційного проекту;

визначається величина NPV:

$$NPV = PV - IC. \quad (4.4)$$

Розглянемо обчислювання показника чистої приведеної вартості на прикладі.

Приклад.

Підприємство має намір придбати розфасувальну машину за 160 000 грн. Навчання працівника обійдеться в 1 000 грн. Експлуатаційні витрати, тобто витрати на обслуговування машини, оцінюються в 30 000 грн. на рік. Економія поточних витрат на фасуванні очікується у 70 000 грн.. Нормативний термін служби машини – 6 років, після

чого її можна продати за 30 000 грн. (амортизація та податки не враховуються). Чи доцільно придбання розфасувальної машини?

Рішення.

Розглянемо у таблиці грошові потоки з використанням часових відрізків. Грошові потоки подані у тисячах гривень.

Грошові потоки	Ч ас 0 (зараз)	Рік 1	Рік 2	Рік 3	Рік 4	Рік 5	Рік 6
Вартість машини	- 160,0						
Навчання	- 1,0						
Експлуатаційні витрати		-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0
Економія на фасуванні		+70,0	+70,0	+70,0	+70,0	+70,0	+70,0
Продаж машини							+30,0
Загальні річні грошові потоки	- 161,0	+40,0	+40,0	+40,0	+40,0	+40,0	+70,0

Всі первісні витрати виникають зараз, тобто на час 0. Відзначимо, що поточні (експлуатаційні) витрати та економія від використання машини є рентними надходженнями, які тривають протягом терміну служби машини. Відзначимо також, що передбачається грошових коштів на кінець кожного року. Таке передбачення полегшує розрахунки. На практиці, де трудно встановити точну дату грошових надходжень, можна також використовувати подібне спрощення.

Перейдемо до розрахунку показника NPV. Значення потрібної норми прибутку (r або RRR) приймемо на рівні 12 %.

Спочатку знайдемо величину PV:

$$PV = 40\,000 : 1,12 + 40\,000 : 1,12^2 + 40\,000 : 1,12^3 + 40\,000 : 1,12^4 + 40\,000 : 1,12^5 + 70\,000 : 1,12^6 = 35\,714,2 + 31\,897,9 + 28\,469,7 + 25\,413 + 22\,704,5 + 35\,461 = 180\,660,3 \text{ грн.}$$

Тоді NPV складатиме 19 660,3 грн. (180 660,3 – 161 000).

NPV покупки машини додатна, тобто більше нуля. Таким чином, придбання машини є доцільним.

Метод розрахунку чистої теперішньої вартості має три основні переваги:

всі розрахунки ведуться виходячи не з чистих доходів, а з грошових потоків, до складу яких включаються чисті доходи та амортизаційні відрахування. **Амортизаційні відрахування не є витратами підприємства;**

при обчислюванні чистої теперішньої вартості враховується зміна вартості грошей з часом. Чим більше впливає час на вартість грошей, тим вища дисконтна ставка (коефіцієнт дисконтування). Простіше кажучи, якщо грошовий дохід по проекту з середнім рівнем ризику дисконтується по ставці 10 %, то проект з вищим ризиком слід дисконтувати за вищою ставкою, ніж 10 %.

ухвалюючи проекти лише із додатним значенням NPV, підприємство може нарощувати свої активи за рахунок цих проектів.

Проте методу розрахунку чистої теперішньої властиві і певні вади:

інвестиційні менеджери не завжди можуть детально прогнозувати грошові потоки на наступні роки; чим далі певна дата, тим важче оцінити майбутні грошові потоки. Для якісного прогнозування грошових потоків на наступні роки необхідно до розрахунків залучати вельми кваліфікованих спеціалістів.

метод передбачає, що дисконтна ставка є незмінною протягом років експлуатації проекту. Насправді дисконтна ставка, як і процента ставка банку, може змінюватися з року в рік. Можна прогнозувати дисконтну ставку, але для цього потрібні праця високо-кваліфікованих спеціалістів, багато відповідної інформації, відповідне комп'ютерне та програмне забезпечення, а результат має ймовірний характер.

Варіації на основі NPV: індекс дохідності (рентабельності) (PI). На відміну від показника NPV показник PI є відносним показником. При розрахунку індексу дохідності використовується та ж сама інформація про дисконтовані грошові потоки, що і при визначенні показника NPV. Але замість знаходження різниці між теперішньої вартості майбутніх доходів та первісними витратами PI визначається співвідношенням цих показників:

$$NPV = PV : IC. \quad (4.5)$$

Я к щ о р о з р а х у в а т и п о к а з н и к P I п о д а н и х п р и к л а д у , щ о н а в е д е н о в и щ е , т о й о г о з н а ч е н н я б у д е д о - р і в н ю в а т и 1 , 1 2 2 (1 8 0 6 6 0 , 3 : 1 6 1 0 0 0) .

Якщо показник PI дорівнює 1, то майбутні доходи від реалізації проекту будуть у точності рівними вкладеним коштом, тобто підприємство нічого не виграє (але і не втрачає). Таке значення показника PI відповідає нульовому значенню показника NPV.

Якщо $PI > 1$, то інвестиційний проект слід прийняти, тому що у цьому випадку $NPV > 0$.

При $PI < 1$ інвестиційний проект слід відхилити внаслідок його збитковості, тому що у цьому випадку $NPV < 0$.

Показник PI є дуже зручним, якщо необхідно вибрати один інвестиційний проект з ряду альтернативних, які мають приблизно однакове значення NPV.

Складається враження про подібність показників NPV та PI. Але попри однаковий висновок, який вони дають про відхилення або схвалення інвестиційного проекту, вони все ж по різному оцінюють пріоритетність ухвалених альтернативних проектів.

Метод внутрішньої норми прибутку. Внутрішня норма прибутку або внутрішня ставка доходу (IRR) – це другий важливий показник при аналізі капітальних інвестицій, що прийшов з теорії економіки. Це дуже популярний показник оцінки доцільності інвестицій.

I R R – ц е м і р а п р и б у т к о в о с т і і н - в е с т и ц і й , д и с к о н т н а с т а в к а , п р и я к и й п о к а з н и к N P V д о р і в н ю є 0 . І н ш и м и с л о в а м и , I R R – ц е н о р м а п р и б у т к у , я к у о т р и м а н о в р е - з у л ь т а т і з д і й с н е н н я п р о е к т у п р и р і в н о с т і т е п е р і ш н ь о ї в а р т о с т і м а й б у т н і х г р о ш о в и х п о т о к і в т а п е р в і с н и х в и т р а т .

С т а в к а , н и ж ч е я к о ї п р о е к т и в і д - х и л я ю т ь с я , н а з и в а є т ь с я г р а н и ч - н о ю , к р а й н ь о ю а б о н е о б х і д н о ю с т а в к о ю . С п о ч а т к у і н в е с т о р в и - р а х о в у є с в о ю г р а н и ч н у с т а в к у , в и х о д я ч и з в а р т о с т і ф і н а н с у в а н - н я т а р и з и к о в а н о с т і п р о е к т у , а в ж е п о т і м – п р о г н о з у ю т ь с я м а й - б у т н і г р о ш о в і п о т о к и т а в и з н а -

чається показник IRR. Якщо значення показника IRR вище граничної ставки, то такий інвестиційний проект приймається для подальшого розгляду, якщо ні – відхиляється.

Розглянемо приклад використання цього методу.

Приклад.

Підприємство має щорічні грошові потоки 50 000 грн. впродовж 6 років. Первісні інвестиції по проекту складають 205 550 грн. Гранична ставка інвестицій, що прийнята на підприємстві, складає 12 %. Необхідно обґрунтувати рішення щодо доцільності впровадження інвестицій по показнику IRR.

Рішення.

Спочатку знайдемо дисконту ставку, за якої теперішня вартість грошового потоку за 6 років дорівнюватиме вартості інвестиційного проекту, тобто 205 550 грн. Невідома ставка дисконту є показником IRR.

Оскільки щорічні грошові потоки є постійними – 50 000 грн. щорічно, то для розрахунку IRR можна скористатися таблицями теперішньої вартості анuitету (дисконтний множник FM 4).

Ануїтет – це періодичні рівні платежі або постійні надходження. Для їх надходження, як і для надходження теперішньої вартості або майбутньої вартості розроблені і використовуються на практиці спеціальні таблиці.

По-перше, розділимо 205 550 грн. на 50 000 грн. і одержимо 4,111. В таблиці теперішньої вартості анuitету значення 4,111 напроти шести періодів відповідає нормі прибутковості у 12 %. Тоді дисконтна ставка, за якою показник PV дорівнює 205 550, ставить 12 %. Таким чином, показник IRR складає 12 %. Гранична ставка також складає 12 %. Тому такий проект має бути відхиленим.

У наведеному прикладі щорічні грошові потоки були постійними – 50 000 грн. щорічно. Але така рівномірність грошових надходжень є, скоріше, частковим випадком, ніж звичайною практикою. Найчастіше грошові потоки надходять нерівномірно. Для такого випадку процедура розрахунку показника IRR дещо складніша, тому що зворотні грошові потоки слід дисконтувати за різними дисконтними ставками доти, доки не знайдеться дисконтна ставка, за якої теперішня вартість майбутніх грошових потоків дорівнюватиме первісним інвестиціям. Іншими словами, для випадку з нерівномірними грошовими потоками застосовується традиційний метод підбору.

Цифровий приклад допоможе легко зрозуміти процедуру ручного вирахування.

Приклад.

На підприємстві розглядається можливість реалізації інвестиційного проекту, експлуатація якого надає можливість отримати протягом трьох років такі зворотні грошові потоки: 10 000 грн.; 40 000 грн.; 50 000 грн. Первісні інвестиції, тобто вартість інвестиційного проекту, ставить 76 500 грн. Чи можна прийняти цей проект до реалізації, якщо гранична ставка ставить 11 %?

Рішення.

Грошові потоки від інвестиційного проекту не є анuitетом. Замість користування таблицею необхідно дисконтувати кожний окремий зворотний грошовий потік.

Спочатку виберемо дисконтну ставку (або коефіцієнт дисконтування) 10 %. Визначення дисконтованих грошових потоків має вигляд:

к	Pi	Грошовий потік, грн.	Теперішня вартість грошового потоку при дисконтній ставці 10 %, грн.

1	10 000	$10\,000 : 1,1 = 9\,090$
2	40 000	$40\,000 : 1,1^2 = 33\,040$
3	50 000	$50\,000 : 1,1^3 = 37\,550$
Всього теперішньої вартості		79 680

Наведені розрахунки показують, що сума значень теперішньої вартості зворотних грошових потоків при дисконтній ставці 10 % за три роки дорівнює 79 680 грн., що перевищує вартість інвестиційного проекту – 76 500 грн.

Тепер візьмемо дисконтну ставку 12 %.

к	Pi	Грошовий потік, грн.	Теперішня вартість грошового потоку при дисконтній ставці 10 %, грн.
1		10 000	$10\,000 : 1,12 = 8\,930$
2		40 000	$40\,000 : 1,12^2 = 31\,880$
3		50 000	$50\,000 : 1,12^3 = 35\,600$
Всього теперішньої вартості			76 541

За дисконтної ставки 12 % теперішня вартість зворотних грошових потоків – 76 410 грн. – майже дорівнює вартості інвестиційного проекту – 76 500 грн. Це свідчить про те, що значення показника IRR дуже близько до 12 %. Зважаючи на те, що гранична ставка для прийняття інвестиційного проекту до впровадження 11 %, а внутрішня норма дохідності становить приблизно 12 %, проект можна прийняти до реалізації.

Визначення показника IRR ручним способом є дуже трудомістким та потребує багато часу. Тому у теперішній час існують спеціальні комп'ютерні програми для розрахунку показника IRR для інвестиційних проектів з нерівномірними зворотними грошовими потоками.

Метод розрахунку внутрішньої норми прибутку має такі вади.

1) Передбачається, що потрібна норма прибутку (r або RRR), тобто дисконтна ставка або коефіцієнт дисконтування, є постійною за увесь термін служби інвестицій. При розрахунку показника чистої теперішньої вартості (NPV) непостійність дисконтної ставки можна урахувати шляхом використання на кожний рік розрахунку окремих значень дисконтної ставки. При розрахунку показника внутрішньої норми прибутку (IRR) цього зробити не можна внаслідок особливості розрахунку показника (IRR).

2) Передбачається, що всі грошові потоки від здійснення інвестиційного проекту можуть бути реінвестовані за ставкою IRR. Як правило, це нереальною. Якщо, припустимо, IRR проекту 20 %, а прибутковість інвестицій (у галузі або в національній економіці) ставить 14 %, то неможливо реінвестувати отримані грошові потоки від реалізації проекту за ставкою дохідності 20 %. Це можливо зробити тільки під 14 % річних, тобто найбільш імовірним буде реінвестування отриманих коштів у відповідності із вартістю капіталу, що існує на момент вкладання коштів. Тому метод внутрішньої норми прибутку (IRR) перебільшує дохід, який буде отримано від здійснення інвестиційного проекту.

Спільне використання показників внутрішньої норми прибутку (IRR) та чистої теперішньої вартості (NPV) застосовується найчастіше усього при оцінці альтернативних інвестиційних проектів, коли необхідно з деякої кількості проектів вибрати один.

Практика оцінки інвестиційних проектів свідчить, що показником IRR користуються частіше, ніж показником NPV). Причина у тому, що показник IRR є прямим, як і показник розрахункової норми прибутку (AROR). Але на відзнаку від показника розрахункової норми прибутку (AROR) показник внутрішньої норми прибутку (IRR) базується на грошових потоках і, як і показник чистої теперішньої вартості (NPV) враховує зміну вартості грошей із часом. Іншими словами, легка та зрозуміла методика визначення показника внутрішньої норми прибутку (IRR) водночас позбавлена тих вад, що є у показників роз-

рахункової норми прибутку (AROR) та терміну окупності (PP), які ігнорують зміну вартості грошей із часом.

Але показник внутрішньої норми прибутку (IRR) не можна вважати бездоганим. В нього є свої недоліки. Найбільш суттєвий з них зводиться до такого.

1) Показник внутрішньої норми прибутку (IRR) часто дає нереальні ставки доходу. **Наприклад**, візьмемо граничну ставку 11 %; розрахункове значення внутрішньої норми прибутку (IRR) – 40 %. Чи має це означати, що слід негайно схвалити проект, бо його IRR є таким високим – 40 %? Ні. Таке значення припускає, що підприємство може реінвестувати майбутні грошові доходи під 40 %. Якщо досвід та економічна ситуація зазначають на те, що 40 % – нереальна ставка для майбутньої реінвестицій, то значення IRR в 40 % є підозрілим.

Отже, якщо розраховане значення внутрішньої норми прибутку (IRR) не дає поміркованої ставки реінвестицій майбутніх грошових потоків, то цей показник не слід вважати мірилом прийнятності або неприйнятності інвестиційного проекту.

2) Показник внутрішньої норми прибутку (IRR) може дати різні ставки доходу. Візьмемо дві ставки дисконту (значення IRR), за яких теперішня вартість дорівнює первісним інвестиціям. Яку ставку слід застосовувати у такому випадку для порівняння із граничною ставкою?

Наведені недоліки показника внутрішньої норми прибутку (IRR) показують, що цей показник, незважаючи на його популярність у практиці оцінки інвестиційних проектів, таїть значно більше проблем, ніж те може уявити практичний працівник.

У цілому ряду випадків при розгляді альтернативних інвестиційних проектів показники внутрішньої норми прибутку (IRR) та чистої теперішньої вартості (NPV) можуть суперечити один одному. Іншими словами, їх одночасне застосування при оцінці альтернативних інвестиційних проектів може дати різні результати: інвестиційний проект, що схвалено за показником NPV, може бути відхилено за показником IRR. Покажемо таку ситуацію на прикладі.

Приклад.

Є два альтернативні інвестиційні проекти – АА та АБ. Первісні інвестиції кожного проекту становлять по 250,0 тис. грн. Грошові потоки за проектами такі:

Рік	АА, тис. грн.	АБ, тис. грн.
1-й	50,0	10,0
2-й	50,0	20,0
3-й	50,0	30,0
4-й	50,0	40,0
5-й	50,0	50,0
6-й	50,0	60,0
7-й	50,0	70,0
8-й	50,0	80,0
9-й	50,0	90,0
10-й	50,0	100,0

Скориставшись методом підбору, визначимо, що IRR проекту АА становить 17 %, а проекту АБ – близько 13 %.

Якщо вибрати інвестиційний проект за показником внутрішньої норми прибутку (IRR), то перевагу слід віддати інвестиційному проекту АА, тому що його показник IRR на 4 % більше показника IRR інвестиційного проекту АБ.

Але що ж станеться, якщо вибрати інвестиційний проект за показником чистої теперішньої вартості (NPV)?

Відповідь на поставлене запитання залежить від того, яким буде значення дисконтної ставки або коефіцієнта дисконтування.

Візьмемо дисконтну ставку або коефіцієнт дисконтування на рівні 5 %. Тоді показник NPV буде вищим у інвестиційного проекту АБ. Але якщо скористатися дисконтною ставкою у 8 %, то тоді ситуація зміниться: показник NPV буде вищим у інвестиційного проекту АА.

Наведений приклад повинний проілюструвати непорушність такого ствердження: **застосування показника внутрішньої норми прибутку (IRR) завжди забезпечує вибір найбільш ефективного проекту, тоді як вибір інвестиційного проекту за показником чистої теперішньої вартості (NPV) залежить від вибраної величини дисконтної ставки або коефіцієнта дисконтування.**

Причинами, по яких показники внутрішньої норми прибутку (IRR) та чистої теперішньої вартості (NPV) заходять у суперечність, є величина проекту та його тривалість. Проект на 10 років із первісними інвестиціями 100 000 млн. грн. навряд чи можна порівняти із незначним трирічним проектом, що має вартість 100 тис. грн.

В цілому можна застосовувати в оцінці інвестиційних проектів обидва показники – і показник внутрішньої норми прибутку (IRR), і показник чистої теперішньої вартості (NPV). З їх використанням можна отримати достовірні результати, якщо дотримуватися двох умов.

Перша умова стосується величини дисконтної ставки, за якою дисконтуються майбутні грошові потоки по проектах.

Коли проекти порівнюються за показником чистої теперішньої вартості (NPV), то має бути вибрана така дисконтна ставка, що відбиває ризик кожного проекту, тобто майбутні грошові потоки одного з альтернативних проектів можна дисконтувати за однією дисконтною ставкою, другого – за іншою. Іншими словами, майбутні грошові потоки альтернативних проектів можна дисконтувати за різними дисконтними ставками. Головне – правильно вибрати дисконтну ставку, тому що вибір проекту за показником чистої теперішньої вартості (NPV) лише тоді вірний, якщо правильно вибрано дисконтну ставку. Якщо дисконтна ставка нереальна, рішення про схвалення або відхилення певного інвестиційного проекту буде безпідставним та немотивованим.

Друга умова стосується величини показника внутрішньої норми прибутку (IRR).

Не слід схвалювати інвестиційний проект або віддавати перевагу інвестиційному проекту, якщо показник внутрішньої норми прибутку (IRR) проекту буде занадто високим, тобто не буде відповідати реальним економічним обставинам.

Дисконтований термін окупності інвестицій (DPP) є модифікацією методу терміну окупності (PP). Цей метод оцінки інвестиційних проектів є більш досконалим порівняно із методом PP. Методу дисконтованого терміну окупності інвестицій (DPP) властиві переваги методу терміну окупності – легко зрозуміти та розрахувати, допомагає інвестору зосередитися на ліквідності, якщо це необхідно. Але на відзнаку від методу PP методу дисконтованого терміну окупності інвестицій (DPP) бере до уваги часовий аспект вартості грошей.

При застосування методу дисконтованого терміну окупності інвестицій (DPP) дисконтуються щорічні чисті грошові потоки за придатною дисконтною ставкою, а потім визначають, скільки років потребується для цих дисконтованих грошових потоків, щоб вони окупили первісні інвестиційні витрати.

Оскільки дисконтований термін окупності інвестицій (DPP) враховує часовий аспект вартості грошей, на відзнаку від показника PP, то термін окупності інвестицій за цим показником буде більш тривалим.

Друга перевага показника DPP над показником PP міститься у тому, що він має чіткий критерій прийнятності проектів. При використанні DPP проект приймається, якщо він окупає себе протягом свого терміну життя.

Приклад показує різницю між DPP та PP .

Приклад.

Капітальні інвестиції з первісними витратами 200 тис. грн. приносять 70 тис. грн. щорічно протягом 6 років.

Рік	Чистий грошовий потік, тис. грн.	Теперішня вартість (із розрахунку 15 % річних)	Сумарна приведена вартість, тис. грн.
0	- 200	- 200	- 200
1	+70	+60,87	-139,13
2	+70	+52,93	-86,2
3	+70	+46,03	-40,17
4	+70	+40,02	-0,15
5	+70	+34,8	+34,65
6	+70	+30,26	+64,91

Ч и п р и й м а т и п р о е к т ?

Термін окупності (PP) складає майже 3 роки (200 : 70).

Критерій прийнятності залежить від довільно визначеного часу відсікання: якщо 2 роки – проект відкидається; якщо 3 роки – проект приймається.

Дисконтований термін окупності інвестицій (DPP) ставить більш, ніж 4 роки.

Проект буде прийнятий, оскільки він окупить себе себе протягом свого 6-річного терміну служби.

Дисконтований термін окупності інвестицій (DPP) має спільний із терміном окупності (PP) недолік: він не бере до уваги всі грошові потоки після завершення нормативного терміну експлуатації проекту.

Дисконтований термін окупності інвестицій (DPP) також дозволяє отримати оцінку ліквідності вкладень, що неможливо при оцінці інвестиційного проекту за допомогою показника чистої теперішньої вартості (NPV).

4. Методи визначення потрібної норми прибутку проекту

Потрібну норму прибутку або дисконтну ставку (r або RRR) проекту можна визначити за допомогою двох методів:

через вартість залучення капіталу для інвестицій;

через норму прибутку, яку можна очікувати від аналогічних капітальних вкладень.

Визначення r або RRR проекту через вартість залучення капіталу тобто як середньозважену вартість капіталу. Ключовим моментом цього методу є визначення вартості капіталу, що використовується для фінансування капітальних інвестицій. Якщо капітальні інвестиції фінансуються з одного джерела, вартість капіталу відома (наприклад, відсоток за банківський кредит). Однак фінансування інвестиційного проекту за рахунок одного джерела – це, скоріше, окремий випадок. Найчастіше кошти для здійснення інвестиційного проекту мають різне походження та виникають у різний час. Тоді необхідно розрахувати загальну вартість капіталу, яка буде віддзеркалювати вартість всієї сукупності джерел, з яких фінансується проект.

Ця загальна вартість має назву середньозваженої вартості капіталу (WACC). Її розрахунок включає такі етапи:

визначення довгострокових джерел фінансування;

визначення вартості залучення цих джерел;

визначення ринкової вартості джерел;

обчислення середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Головними джерелами довгострокових джерел фінансування є кредити, облігації, акції. Короткострокові джерела фінансування, наприклад, овердрафт, не включаються у склад середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Вартість довгострокових джерел фінансування – це дивіденди, що виплачуються по акціях, та відсоток за кредит. Частка кожного джерела фінансування в загальному обсязі залучених коштів визначається виходячи з ринкової вартості облігацій та акцій. Це питання вже розглядалося у пп.1.5 та у пп. 2.1.

Приклад.

У підприємства є три джерела капіталу: облігації, звичайні та привілейовані акції. По облігаціях підприємство сплачує 10 %, дивіденди по звичайних акціях – 16 %, по привілейованих – 14 %, тобто вартість цих джерел – 10 %, 16 % та 14 % відповідно. Необхідно знайти їх середньозважену вартість.

Рішення.

Джерела	Вартість джерел, %	Ринкова вартість, тис. грн.	Частка у загальному капіталі по ринковій вартості, %	Середньозважена вартість капіталу (WACC, % (графа 2 x графу 4))
1	2	3	4	5
Облігації	10	30,0	37,5	3,75
Звичайні акції	16	40,0	50,0	8,0
Привілейовані акції	14	10,0	12,5	1,75
Усього	–	80,0	100,0	13,5

Визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки (r або RRR) проекту через вартість залучення капіталу для інвестицій (WACC) – це достатньо простий метод, але поряд з тим дещо проблемний.

WACC відображає поточну вартість сукупності джерел, що використовуються для фінансування інвестиційного проекту на підприємстві, але ж дуже складно передбачити, якою буде ціна кожного з джерел фінансування у майбутньому.

Інша проблема стосується дуже великих інвестиційних проектів. При реалізації великих інвестиційних проектів може змінитися структура фінансових джерел. При розрахунку середньозваженої вартості капіталу (WACC) передбачається, що частки окремих джерел не змінюються після фінансування проекту. А якщо, наприклад, для фінансування капітальних інвестицій залучається більш значний кредит, то дане допущення більш не є вірним і значення WACC змінюється.

Застосування середньозваженої вартості капіталу (WACC) для визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки (r або RRR) проекту не враховує ризик проектів, що веде до неправильного схвалення проектів з високою дохідністю, але надмірним ризиком.

Визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR) через норму прибутку, яку можна очікувати від аналогічних капітальних вкладень, передбачає врахування ризику проектів і засновується на ціновій моделі фондового ринку.

Цінова модель фондового ринку базується на положеннях сучасної теорії інвестицій, в якій взаємозв'язок між ризиком та дохідністю інвестицій характеризується прямою фондового ринку (Securities Market Line – SML), що зображена на рис. 4.5.

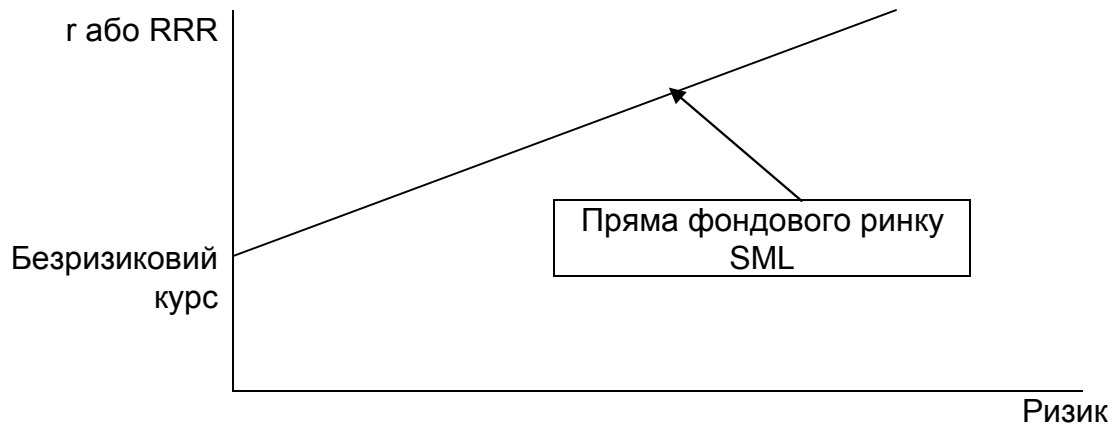


Рис. 4.5. Взаємозв'язок ризику та дохідністю інвестицій

Ця пряма показує, що більш ризиковані проекти мають більш високу потрібну норму прибутку. Безризикові інвестиції⁵ характеризуються безризиковою (базовою) нормою прибутку, а для всіх ризикових капіталовкладень до базової норми прибутку додається ризикова премія.

Такий метод визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR) має назву "цінова модель фондового ринку".

Порівняємо цей метод із попереднім, де грошові потоки від експлуатації інвестиційного проекту передбачається дисконтувати по дисконтній ставці, яку отримано шляхом вирахування середньозваженої вартості капіталу (WACC). Це порівняння проведемо графічно (рис. 4.6).

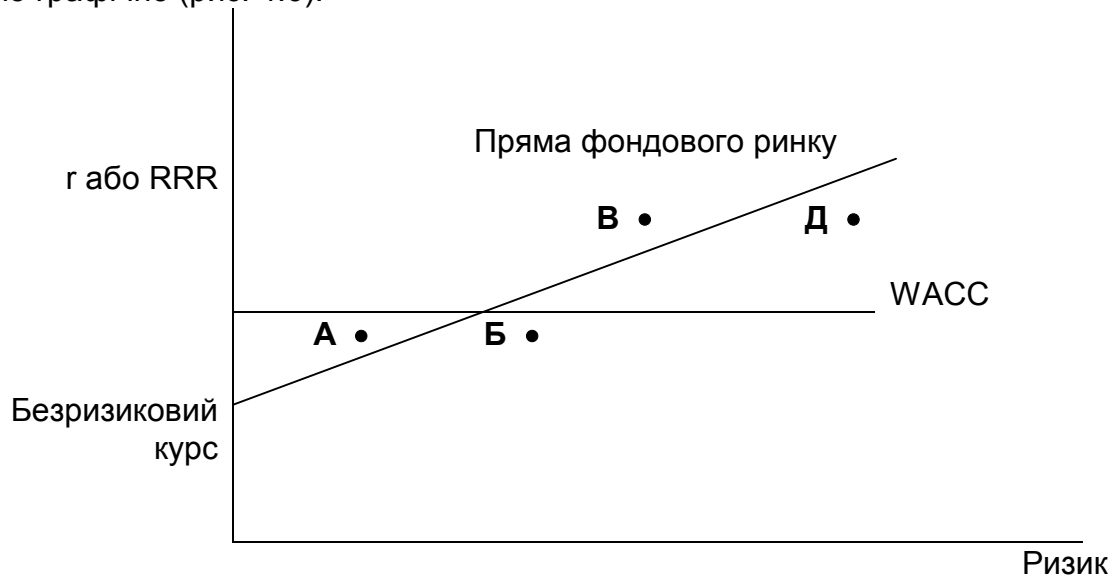


Рис. 4.6. Середньозважена вартість капіталу (WACC) проти прямої фондового ринку SML

На рис. 4.6. чотири інвестиційні проекти (A, Б, В та Д) зображені відносно двох методів визначення r або RRR. Проекти А та Б мають однакову потрібну норму прибутку або дисконтну ставку (r або RRR), але різні показники ризику. Теж само можна сказати і про проекти В та Д. Якщо скористатися першим методом визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR), то проекти А і Б повинні бути

⁵ У країнах, де розвинений фондовий ринок, безризикованими інвестиціями вважаються державні цінні папери. В Україні такі об'єкти інвестування ще не склалися.

відхиленими, тому що їх дохідність нижче WACC, а проекти В та Д – прийняти, тому що їх RRR вище, ніж середньозважена вартість залучених коштів підприємства (WACC).

Але, якщо брати до уваги можливі ризики проектів, то дохідність проектів Б і Д нижче, чим того потребує компенсація їх ризику, тобто їх дохідність нижче прямої фондового ринку. Проекти А і В знаходяться вище прямої фондового ринку і можуть бути прийняті.

Застосування методу цінової моделі фондового ринку у визначенні потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR) потребує вирішення таких питань:

як визначити міру ризику проекту, тобто як його розташувати стосовно осі X ?

який рівень потрібної норми прибутку або дисконтної ставки (r або RRR) відповідає даному рівню ризику, тобто якою є координата проекту на осі Y ?

Для оцінки міри ризику в інвестиційній теорії використовується модель, що досліджує залежність між ризиком і прибутком на інвестовані кошти. Така модель у світовій практиці має назву моделі ціноутворення активів (the capital assets pricing model) або CAPM.

При інвестуванні коштів виникають систематичний і несистематичний ризики.

Систематичний ризик властивий практично усім видам діяльності в економіці ринкового типу. Він обумовлений численними макроекономічними процесами, що постійно протікають в економіці, такими як очікування підйому або кризи, що викликаються циклічністю розвитку економіки, динамікою ставки банківського відсотка і т.ін. Систематичний ризик не можна виключити.

На відміну від нього **несистематичний ризик** можна передбачити і вжити заходів по його зменшенню: страхування і самострахування господарських і фінансових операцій, хеджування (створення зустрічних валютних, комерційних, кредитних і інших вимог і зобов'язань). При інвестуванні коштів несистематичний ризик можна зменшити за допомогою диверсифікації вкладень.

Систематичний ризик можна виміряти статистичним коефіцієнтом, що одержав назву бета-коефіцієнта. Бета-коефіцієнт (β) виражає ринкову чутливість інвестицій, тобто показує, на скільки змінюються доходи від капіталовкладень у порівнянні із змінами ринкової ситуації. Концепцію бета-коефіцієнтів розроблено американським ученим, професором Вільямом Ф. Шарпом, що і ввів їх для оцінки систематичного ризику при інвестуванні коштів.

Якщо на ринку інвестицій відбуваються негативні зміни, тобто ринок падає, то буде падати і дохідність більшості проектів. Проте по деяких проектах дохідність має тенденцію зростати вище і падати нижче від рівня ринку.

Якщо бета-коефіцієнт (β) дорівнює 1, то це значить, що зміни у дохідності інвестицій у точності повторюють зміну ринкової ситуації. Значення бета-коефіцієнт (β), які нижче 1, характерні для проектів із низьким рівнем ризику. Значення бета-коефіцієнт (β), які вище 1, характерні для проектів з високим рівнем ризику. Доходи від таких проектів піддаються сильному впливу з боку навіть незначних ринкових коливань.

Бета-коефіцієнт (β) визначити для конкретного інвестиційного проекту складно.

Звичайно значення бета-коефіцієнта (β) визначають по даних фондового ринку, звідтіля ж беруться дані про дохідність підприємства, що діє в організаційно-правовій формі акціонерного товариства.

Якщо в акціонерному товаристві, акції якого котируються на фондовій біржі, то типовий для цього товариства інвестиційний проект має таке ж значення бета-коефіцієнта (β), що і акції товариства. Але якщо інвестиційний проект не є типовим, стандартним для акціонерного товариства, то для оцінки ризику проекту можна застосувати бета-коефіцієнт (β) акцій тих акціонерних товариств, для яких такий проект є типовим.

Наприклад, підприємство, що займається виробництвом меблів, має намір відкрити власну роздрібну торгівлю меблями. Ризик такого інвестиційного проекту буде відрізнятися від тих його видів, з якими підприємство зустрічалося в існуючому виді діяльності. Тому в інвестиційному проекті, що передбачає відкриття власної роздрібною торгівлі меблями, слід орієнтуватися на значення бета-коефіцієнта (β), що є характерним для підприємств, що вже здійснюють роздрібну торгівлю меблями.

Існують і інші проблеми у застосуванні бета-коефіцієнта (β) в оцінці ризику інвестиційних проектів і, відповідно, у визначенні потрібної норми прибутку або дисконтної ставки (r або RRR) проекту.

Для визначення рівня потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR), що відповідає даному рівню ризику, використовується така формула:

$$RRR = R_{\text{бp}} + [(R_p - R_{\text{бp}}) \times \beta], \quad (4.6)$$

де RRR (або r) – потрібна норма прибутку або дисконтної ставки;

$R_{\text{бp}}$ – безризикова норма прибутку;

R_p – ринкова норма прибутку;

β – бета-коефіцієнт активів.

Показник ($R_p - R_{\text{бp}}$) ставить собою ринкову премію, тобто дохідність, що перевищує безризикову норму прибутку, що склалася на ринку.

Розглянемо приклад застосування формули (8.6).

Приклад.

Розрахувати потрібну норму прибутку або дисконтну ставку (r або RRR) для інвестиційного проекту, що передбачається до впровадження на підприємстві.

Безризиковою нормою прибутку на підприємстві вважається 10 %. Ринкова норма прибутку ставить 18 %. Бета-коефіцієнт активів прийнятий на рівні 1,12.

Рішення.

$$\begin{aligned} RRR &= R_{\text{бp}} + [(R_p - R_{\text{бp}}) \times \beta] = 10 \% + (18 \% - 10 \%) \times 1,12 = 10 \% + 8,96 \% = \\ &= 18,96 \%. \end{aligned}$$

Рівень ризику інвестиційного проекту перевищує загальноринковий ($\beta > 1$), тому і потрібна норма прибутку або дисконтна ставка (r або RRR) проекту – 18,96 % – також перевищує середньоринкову. Зворотні грошові потоки по цьому інвестиційному проекту для визначення показника NPV проекту будуть дисконтуватися за дисконтною ставкою 18,96 %.

Визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки (r або RRR) для конкретного інвестиційного проекту за допомогою цінової моделі фондового ринку є складним. Це можливо за допомогою множини допущень. Ось деякі з них:

ринковий механізм діє ефективно і у значенні ринкових бета-коефіцієнтів можна бути впевненим;

ринок капіталів є досконалим (відсутні податки, витрати на отримання інформації), інвестори діють економічно раціонально і передбачають по можливості ухилитися від ризику;

модель фондового ринку, що створено на певний період, може бути екстрапольовано на увесь термін капіталовкладень.

Незважаючи на свою недосконалість та проблеми, що зв'язані з його практичним використанням, метод цінової моделі теоретично є найбільш вірним шляхом визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки (r або RRR) для інвестиційних проектів.

Існує модифікація розглянутого методу середньозваженої вартості капіталу (WACC) для визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR).

Модифікація методу середньозваженої вартості капіталу (WACC) полягає у виділенні 3-х груп ризику – низького, середнього та високого. Кількісна оцінка виділених 3-х груп ризику встановлюється кожним конкретним підприємством. Наведений нижче приклад пояснює цю ідею.

Приклад.

У теперішній час безризикова норма прибутку складає 10 %. Аналітики підприємства визначили середньозважену вартість капіталу підприємства (WACC) – 18 %. Вони використовують такі категорії ризику для оцінки інвестиційних проектів:

низький ризик (r або RRR = 14 %)

середній ризик (r або RRR = 18 %)

високий ризик (r або RRR = 24 %).

Ці категорії ризику можна накласти на графік прямої фондового ринку (рис. 4.7).

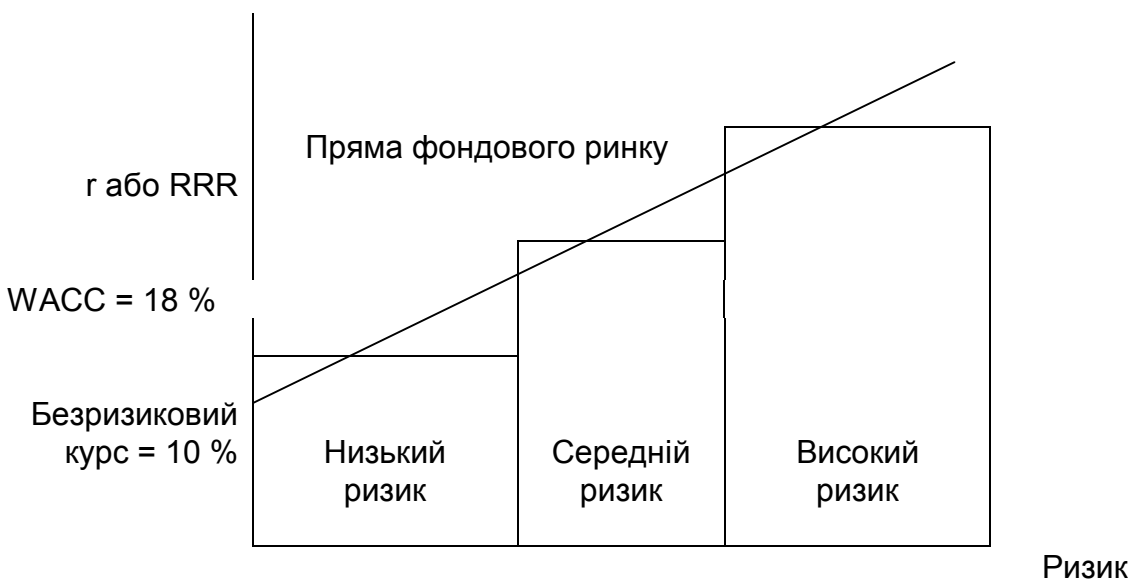


Рис. 4.7. Категорії ризику на графіку прямої фондового ринку

Цю модифікацію методу середньозваженої вартості капіталу (WACC) для визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR) не можна визнати теоретично коректною, але цей модифікований метод має три переваги перед методом середньозваженої вартості капіталу (WACC);

знижується ймовірність неправильного рішення, оскільки хоча б частково, але враховується ризик;

примушує спеціалістів підприємств, що займаються інвестиційними проектами, розглядати їх ризики;

примушує спеціалістів підприємств, що займаються інвестиційними проектами, шукати підходящу потрібну норму прибутку або дисконтну ставку проекту (r або RRR), що сприяє більшому використанню інформації про ринки.

Таким чином, потрібну норму прибутку або дисконтну ставку проекту визначають двома методами. Перший надає оцінку вартості залучення джерел фінансування проекту. Його використовують для тих проектів, що знаходяться у межах нормальної інвестиційної діяльності підприємства і не потребують змін в структурі залучених коштів. Але цей метод не можна застосовувати для інвестиційних проектів, ризик яких має інші показники.

Другий метод базується на цінній моделі фондового ринку і використовують пряму фондового ринку (SML). Цей метод забезпечує визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR) з позиції рівня ризику. Застосування цього методу доцільно у тих випадках, коли інвестиційні проекти виходять за межі нормаль-

ної інвестиційної діяльності підприємства, що значно ускладнює визначення потрібної норми прибутку або дисконтної ставки проекту (r або RRR). Недоліком методу є занадто велика кількість спрощених допущень, які не відображають реального стану речей, його складність та залежність від результатів від точності та доступності інформації про зовнішнє середовище підприємства.

Модифікація оцінки вартості залучення джерел фінансування проекту базується на класифікації ризиків. Цей підхід є суб'єктивним, але хоча б частково приділяє увагу питанням оцінки ризику.

5. Умови використання методу чистої теперішньої вартості (NPV)

Метод чистої теперішньої вартості (NPV) є найбільш вірний та одночасно найменш проблематичний метод фінансового аналізу інвестиційних проектів. Але існує ряд практичних аспектів при розрахунку показника чистої теперішньої вартості (NPV), які повинні бути враховані, якщо мова йде про ретельну фінансову оцінку капітальних інвестицій. До таких аспектів належать оподаткування підприємств, інфляція, ризик інвестицій, різні терміни діє проекту.

Розглянемо ці аспекти.

Оподаткування. Раніш для простоти розуміння фінансового аналізу інвестиційних проектів податки було виключено. У дійсності ж податки значною мірою впливають на грошові потоки, що зв'язані із інвестиціями. Зворотні грошові потоки, що поступають на підприємство внаслідок експлуатації інвестиційного проекту, амортизація основних засобів, які використовуються в реалізації проекту, впливають на величину прибутку підприємства і, отже, на величину сплачуваного податку з прибутку. Тому не можна правильно проаналізувати інвестиційний проект, якщо не враховувати питання оподаткування підприємств.

Існує декілька проявів впливу податків на інвестиційні рішення:

доходи (або зниження витрат) від капітальних інвестицій збільшують прибуток;

доходи (або зниження витрат) при здійсненні капітальних вкладень зменшують прибуток;

прибуток або втрати отримані від продажу основних засобів;

амортизація або списання основних засобів, що зайняті у здійсненні інвестиційного проекту;

існування спеціальних податкових пільг, спрямованих на стимулювання інвестицій.

Витрати та доходи. Збільшення або зменшення прибутку підприємства внаслідок доходів (або зниження витрат) від капітальних інвестицій є найбільш очевидними. Доходи від капітальних інвестицій збільшують звітний прибуток і, отже, можуть змінити суму податків (податкових зобов'язань).

Податкові потоки розподілені за часом, тобто сплачуються періодично – один раз на місяць, на квартал або на рік. Періодичність сплати податків встановлюється законодавством конкретної країни. Грошові надходження від здійснених капітальних інвестицій не мають періодичності, вони можуть виникати будь-коли. Тому при сплаті податків враховують строки надходження зворотних грошових потоків.

Прибуток та збитки від продажу майна. Якщо умовами інвестиційного проекту передбачається продаж будь-якого майна підприємства, то може з'явитися ще один податковий ефект. Якщо ціна продажу відрізняється від залишкової вартості активів, то виникає прибуток (або збиток) від реалізації основних засобів. Дохід від продажу майна збільшує прибуток та, відповідно, збільшує суму сплачуваних податків. Такі зміни у податкових зобов'язаннях відомі як балансові нарахування (коли податкові зобов'язання зростають).

Податковий ефект, що зв'язаний із амортизацією основних засобів. Хоча капітальні інвестиції здійснюються на початковому етапі інвестицій, фінансово-бухгалтерський облік передбачає розподіл цих первісних витрат протягом всього терміну експлуатації основних засобів шляхом нарахування амортизації. Амортизація віддзеркалює той факт, що отримання прибутку від капітальних інвестицій здійснюється протягом декількох років, і тому величина зносу співвідноситься із цим прибутком шляхом пропорційного розподілу цього зносу по роках протягом терміну експлуатації проекту. При розгляді показника NPV амортизація сама по собі на мала значення. Первісні витрати приходилися на "час 0" і в обліку їх значення не змінювалося. Однак, оскільки основні засоби амортизуються протягом всього свого життя, амортизація щорічно відображається у складі витрат, зменшуючи таким чином прибуток підприємства. Скорочення прибутку – це поганий фактор в бухгалтерському обліку, але для зворотних грошових потоків – це плюс, що веде до зменшення податків.

У різних країнах існують різноманітні способи амортизації основних засобів. У теперішній час в Україні виділені групи основних засобів, по яких встановлені норми амортизації.

Податкові пільги щодо амортизації основних засобів, що використовуються при реалізації інвестиційних проектів та які є способом стимулювання інвестиційної діяльності підприємств, в українському законодавстві відсутні.

Інфляція. Важливою проблемою при прогнозуванні ефективності капітальних вкладень є зростання цін у зв'язку з інфляцією. Інфляція суттєво впливає на вартість зворотних грошових потоків, що надходять на підприємство внаслідок експлуатації інвестиційного проекту.

Раніш, при розгляді часового аспекту вартості грошей було відзначено, що ринкові процентні ставки включають інфляційні очікування, оскільки інвестори хочуть отримати компенсацію за зменшення купівельної спроможності майбутніх грошових потоків внаслідок інфляції. Тому інвестори вимагають відповідного збільшення процентних ставок. Аналогічно інфляція враховується і у дисконтній ставці (r або RRR), що використовується при оцінці інвестиційних проектів.

Норма прибутку, що містить інфляційну складову, має назву номінальної ставки.

Припустимо, інвестор має 1 тис. грн., що він бажає вкласти так, щоб щорічно його капітал збільшувався на 20%, тобто **реальна ставка доходу ставить 0,2**. Інакше кажучи, вкладаючи 1 тис. грн., він сподівається через рік одержати 1,2 тис. грн.. Тоді купівельна спроможність його грошей буде на 20% вище, ніж зараз, тому що через рік він зможе купити на свої гроші на 20% товару більше, ніж у даний момент. Допустимо, що темп інфляції – 25% на рік. Якщо інвестор бажає одержати реальний дохід у 20% на свій капітал, то він зобов'язаний захистити свої гроші від інфляції. Для цього дохід у грошовому вираженні через рік повинний бути вище первісного капіталу. Інвестору знадобиться додатково одержати 25% грошей від вкладеного капіталу для захисту реальної вартості свого первісного внеску і 25% для захисту реального доходу в сумі 0,2 тис. грн. Фактичний дохід, що має одержати інвестор через рік у грошовому вимірі, буде складати 1,5 тис. грн. ($1,0 \times 1,25 + 0,2 \times 1,25$).

Таким чином, номінальна (вона ще має назву грошової) ставка доходу, що потрібна інвестору для одержання реального доходу в 20% і захисту від інфляції в 25% і основного капіталу, і доходу на нього, складе 50%.. Інвестор одержить 500 грн. на 1 тис. грн. інвестицій.

Залежність між реальною і номінальною (грошовою) ставкою доходу можна виразити в такий спосіб:

$$(1 + r) \times (1 + m) = 1 + r_m ; \quad (4.7)$$

$$r_m = [(1 + r) \times (1 + m)] - 1,$$

де r – потрібна реальна ставка доходу (до виправлення на інфляцію);
 m – темпи інфляції, що звичайно вимірюється індексом роздрібних цін;
 r_m – необхідна номінальна (грошова) ставка доходу.

Потрібна реальна ставка доходу (до виправлення на інфляцію), темпи інфляції у формулі (8.7) представлені у долях одиниці.

У нашому прикладі грошова ставка доходу визначається таким чином:

$$1+r_m = 1,2 \times 1,25 = 1,5;$$

$$r_m = 1,5 - 1 = 0,5 \text{ або } 50\%.$$

Звертаємо увагу, що неправильно додати потрібну реальну ставку доходу (r або RRR) до ставки інфляції. Інфляція здійснює дію множника, тобто зворотні грошові потоки від експлуатації проекту необхідно кожний рік помножувати на величину $(1 + \text{темпи інфляції})$, щоб купівельна спроможність грошей залишалася на одному рівні. Зв'язок реальної та номінальної (грошової) r або RRR можна представити ще в такій спосіб:

$$r = (1 + r_m) : (1 + m) - 1; \quad (4.8)$$

Дуже важливою є різниця між реальною (r або RRR) та номінальною (r_m) ставками. Обидві ставки та грошові потоки повинні відповідати один одному. Так, якщо номінальна RRR або r_m використовується як дисконтна ставка, то інфляція збільшить номінальний обсяг грошових потоків за термін служби капітальних вкладень. З іншого боку, якщо передбачається, що грошові потоки будуть постійними протягом терміну служби активів, то тоді треба використовувати реальну RRR або r .

Дуже розповсюдженою є помилка, коли використовуються несумісні комбінації RRR та грошових потоків, що веде до невірної оцінки NPV.

Таким чином, можна стверджувати, що існує два способи розрахунку показника чистої теперішньої вартості – по номінальній та реальній ставках. Вибір одного з них – неоднозначне питання, тому що ціни та витрати можуть зростати неоднаковими темпами.

Якщо витрати і ціни зростають однаковими темпами відповідно до індексу інфляції, то тоді при оцінці зворотних грошових потоків, що надходять від експлуатації інвестиційного проекту, можна не враховувати інфляцію, тобто дисконтувати зворотні грошові потоки по реальній дисконтній ставці r або RRR.

Ситуація змінюється, якщо витрати і ціни зростають різними темпами. Тут не можна дисконтувати грошові надходження, що виражені у постійних цінах по реальній ставці доходу. Правильний метод – розрахунок фактичних грошових надходжень з урахуванням зростання цін і дисконтування їх по номінальній (грошовій) ставці доходу r_m .

Приклад.

Менеджери підприємства вирішили, що номінальна норма прибутку від інвестицій (r_m) складає 20 % при очікуваній ставці інфляції 8 %. На підприємстві проводиться аналіз такого інвестиційного проекту.

первісні витрати – 500 тис. грн.;

тривалість проекту – 4 роки (залишкова вартість дорівнює 0);

очікуваний прибуток після сплати податків – 300 тис. грн. на рік.

Варіант1. Використання номінальної дисконтної ставки r_m та номінальних грошових потоків. У цьому варіанті величину зворотних грошових потоків необхідно скорегувати на очікувані темпи інфляції, і використати номінальну норму прибутку від інвестицій – r_m .

Г р о ш о в і п о т о к и з у р а х у в а н н я м
і н ф л я ц і ї .
Р і к 1 . 3 0 0 х 1 , 0 8 = 3 2 4 т и с .
г р н .
Р і к 2 . 3 0 0 х 1 , 0 8 ² = 3 4 9 , 9 2 т и с .
г р н .

$$\begin{aligned} \text{Рік 3.} \quad & 300 \times 1,08^3 = 377,91 \text{ тис. грн.} \\ \text{Рік 4.} \quad & 300 \times 1,08^4 = 408,15 \text{ тис. грн.} \end{aligned}$$

$$\text{NPV} = (324 : 1,2 + 349,92 : 1,2^2 + 377,91 : 1,2^3 + 408,15 : 1,2^4) - 500 = 428,53 \text{ тис. грн.}$$

Варіант 1. Використання реальної дисконтної ставки (або RRR) та реальних грошових потоків. У цьому варіанті величина зворотних грошових потоків не корегується і використовується реальна дисконтна ставка – або RRR.

Реальна дисконтна ставка – або RRR розраховується за формулою (4.8):

$$r = (1,2 : 1,08) - 1 = 0,1111.$$

$$\begin{aligned} \text{NPV} = & (3 : 1,1111 + 300 : 1,1111^2 + 300 : 1,1111^3 + 300 : 1,1111^4) - 500 = 428,55 \text{ тис. грн.} \end{aligned}$$

Як видно з прикладу, і у першому, і у другому варіантах отримано одну й ту ж величину показника чистої теперішньої вартості NPV (незначна різниця є результатом округлення у розрахунках). Ще раз підкреслимо головне: **дисконтні ставки та грошові потоки повинні відповідати один одному:**

номінальні грошові потоки (грошові потоки з урахуванням впливу інфляції)	дисконтування по номінальній дисконтній ставці – r_m
реальні грошові потоки	дисконтування по реальній дисконтній ставці – r або RRR

Ризик. Оцінка доцільності інвестиційних проектів – це майже завжди оцінка проектів з ризиком. Майбутні грошові потоки інвестиційного проекту можуть несподівано впасти або вирости. Ставки, під які інвестуються майбутні грошові потоки, можуть змінитися. Існує багато інших чинників, які можуть зменшити сподівані зворотні грошові потоки від експлуатації інвестиційного проекту: втрата позицій на ринку, підвищення собівартості продукції нові вимоги щодо захисту навколишнього середовища, зростаюча вартість фінансування. З огляду на ризик, головне завдання інвестиційного менеджера – вибрати кращі проекти, хоча всі вони пов'язані із непевністю. Для оцінки доцільності інвестиційних проектів з урахуванням ризику використовуються такі методи.

Метод еквівалента певності (МЕП). Ідея цього методу полягає у тому, щоб розподілити зворотні грошові потоки на певну та ризиковану частини. Ризиковані гро-

шові потоки переводяться у безпечні (певні), а потім дисконтуються за безпечною ставкою. Метод еквівалента певності (МЕП) застосовується у такий послідовності:

визначаються майбутні грошові потоки;

визначаються фактори еквівалента певності або відсоток очікуваного грошового потоку, що є певним;

розраховуються певні грошові потоки шляхом помноження величини очікуваних грошових потоків на фактор еквівалента певності;

розраховується теперішня вартість проекту, дисконтуючи певні грошові потоки по безпечній ставці дисконту;

визначається чиста теперішня вартість проекту;

за значення чистої теперішньої вартості проекту приймається інвестиційне рішення.

Розглянемо відповідний приклад.

Приклад.

На підприємстві розраховали, що протягом наступних п'яти років щорічно будуть надходити такі зворотні грошові потоки: 70,0 тис. грн.; 60,0 тис. грн.; 50,0 тис. грн.; 40,0 тис. грн.; 30,0 тис. грн.. Фактори еквівалентності певності за ті ж самі періоди відповідно будуть такі: 95 %; 80 %, 70 %, 60 % та 40 %. Первісні інвестиції, тобто вартість інвестиційного проекту, становлять 110,0 тис. грн. Безпечною вважається дисконтна ставка 10 %. Необхідно визначити, чи є проект прийнятним з використанням методу еквівалента певності (МЕП).

Рішення.

Спочатку необхідно виділити безпечні грошові потоки із сподіваних грошових потоків. Це можна зробити, помноживши сподівані грошові потоки на фактор еквівалента певності:

Рік	Сподівані грошові потоки, тис. грн.	Фактор еквівалента певності	Безпечні грошові потоки, тис. грн.
1	70,0	0,95	66,5
2	60,0	0,8	48,0
3	50,0	0,7	35,0
4	40,0	0,6	24,0
5	30,0	0,4	12,0

Отримані безпечні грошові потоки продисконтуємо за безпечною дисконтною ставкою 10 %.

Рік	Безпечні грошові потоки, тис. грн.	Схема розрахунку	Теперішня вартість грошових потоків, тис. грн.
1	66,5	$66,5 : 1,1$	60,45
2	48,0	$48,0 : 1,1^2$	39,67
3	35,0	$35,0 : 1,1^3$	26,32
4	24,0	$24,0 : 1,1^4$	16,44
5	12,0	$12,0 :$	7,47
Всього теперішньої вартості безпечних грошових потоків			150,35

Теперішня вартість безпечних грошових потоків цього проекту – 150,35 тис. грн. Тоді чиста теперішня вартість грошових потоків (

$$NPV = 150,35 - 110,0 = 40,35 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, інвестиційний проект може бути схваленим.

Знижуючи коефіцієнти визначаються експертним шляхом.

Аналіз чутливості реагування широко використовується для визначення зміни чистої теперішньої вартості (NPV) залежно від змін обсягів продажу товарів, ціни робочої сили, матеріальних витрат, дисконтної ставки, прибутком або інших чинників. Метою аналізу чутливості реагування є виявити, наскільки чутливо реагує показник чистої теперішньої вартості (NPV) або показника внутрішньої норми прибутку (IRR) на зміни однієї перемінної. З двох проектів чутливіший до змін вважається ризикованішим.

Аналіз чутливості реагування – це вивчення питання: “А що, як?...” Наприклад, може дізнатися, як зміниться показник чистої теперішньої вартості (NPV), якщо грошовий потік щороку зростати ме на 10 %, 20 % або 30 % або чи матиме показник чистої теперішньої вартості (NPV) позитивне значення, якщо на другий рік не буде грошового потоку? Такі питання можна продовжити.

Приклад.

Грошові потоки проекту А становлять 10,0 тис. грн. за перший рік та 15,0 тис. грн. за другий. Грошові потоки проекту Б 18,0 тис. грн. за перший рік та 7 тис. грн. за другий. Первісні інвестиції кожного проекту – 16,0 тис. грн. Який проект є ризикованіший, якщо дисконтна ставка зміниться з 10 % до 12 %?

Рішення.

Спочатку визначимо показник чистої теперішньої вартості (NPV) за дисконтною ставкою 10 %.

Рік	Проект А		Проект Б	
	Грошові потоки, тис. грн.	Дискontовані грошові потоки, тис. грн.	Грошові потоки, тис. грн.	Дискontовані грошові потоки, тис. грн.
1	10,0	$10,0 : 1,1 = 9,09$	18,0	$18,0 : 1,1 = 16,36$
2	15,0	$15,0 : 1,1^2 = 12,39$	7,0	$7,0 : 1,1^2 = 5,78$
Всього теперішньої вартості грошових потоків		21,48	Всього теперішньої вартості грошових потоків	22,14

NPV проекту А становить: $21,48 - 16,0 = 5,48$ тис. грн.

NPV проекту Б становить: $22,14 - 16,0 = 6,14$ тис. грн.

Потім визначимо показник чистої теперішньої вартості (NPV) за дисконтною ставкою 12 %.

Рік	Проект А		Проект Б	
	Грошові потоки, тис. грн.	Дискontовані грошові потоки, тис. грн.	Грошові потоки, тис. грн.	Дискontовані грошові потоки, тис. грн.
1	10,0	$10,0 : 1,12 = 8,93$	18,0	$18,0 : 1,12 = 16,07$
2	15,0	$15,0 : 1,12^2 = 12,0$	7,0	$7,0 : 1,12^2 = 5,6$
Всього теперішньої вартості грошових потоків		20,93	Всього теперішньої вартості грошових потоків	21,67

NPV проекту А становить: $20,93 - 16,0 = 4,93$ тис. грн.

NPV проекту Б становить: $21,67 - 16,0 = 5,67$ тис. грн.

Для того, щоб побачити як змінився показник чистої теперішньої вартості (NPV), підсумуємо результати:

Проект	Показник чистої теперішньої вартості (NPV) за дисконтною ставкою 10 %	Показник чистої теперішньої вартості (NPV) за дисконтною ставкою 12 %	Зміна показника чистої теперішньої вартості (NPV)
А	5,48	4,93	$(5,48 - 4,93) : 5,48 \times 100 = 10,0$
Б	6,14	5,67	$(6,14 - 5,67) : 6,14 \times 100 = 7,6$

Як слід з приведеної таблиці, показник чистої теперішньої вартості (NPV) обох проектів при збільшенні дисконтної ставки знижується. Але при збільшенні дисконтної ставки з 10 % до 12 % показник чистої теперішньої вартості (NPV) проекту А зміниться на 10 %, а проекту Б – на 7,6 %. Отже, проект А чутливіше реагує на зміну дисконтної ставки. Іншими словами, проект А ризикованіший за проект Б, якщо є ймовірність зміни дисконтної ставки у майбутньому.

Імітаційного моделювання має за головну мету наблизити гіпотетичні ситуації до реальних. Відомі різноманітні прийоми моделювання. Найбільш поширений та простий з них передбачає такі етапи:

по кожному інвестиційному проекту розглядають три можливі варіанти його розвитку – песимістичний, найбільш ймовірний та оптимістичний;

по кожному з варіантів розраховують відповідне значення показника чистої теперішньої вартості – $NPV_{п}$, $NPV_{нй}$ та $NPV_{о}$;

для кожного інвестиційного проекту розраховується розмах варіації NPV за формулою:

$$R(NPV) = NPV_{о} - NPV_{п}; \quad (4.9)$$

З двох порівнюваних інвестиційних проектів той вважається ризикованішим, у якого розмах варіації NPV більше.

Приклад.

Провести аналіз взаємовиключних інвестиційних проектів А та Б, які мають однакову тривалість реалізації (5 років). Проект А, як і проект Б, має однакові щорічні грошові надходження. Дисконтна ставка 10 %. Вихідні дані по проектах:

Показники	Проект А	Проект Б
Вартість інвестиційного проекту, млн. грн.	9,0	9,0
Експертна оцінка середнього щорічного надходження, млн. грн.:		
песимістична	2,4	2,0
найбільш ймовірна	3,0	3,5
оптимістична	3,6	5,0

Для кожного з варіантів розраховані відповідне значення показника чистої теперішньої вартості – $NPV_{п}$, $NPV_{нй}$ та $NPV_{о}$:

Показники	Проект А	Проект Б
Розрахункова оцінка NPV, млн. грн.		
песимістична	0,10	-1,42

найбільш ймовірна	2,37	4,27
оптимістична	4,65	9,96

За формулою (8.9) для кожного інвестиційного проекту розрахуємо розмах варіації NPV:

$$R(NPV)_A = 4,65 - 0,1 = 4,55$$

$$R(NPV)_B = 9,96 - (-1,42) = 11,38.$$

Оскільки у інвестиційного проекту Б розмах варіації NPV більше, то цей проект є більш ризикованим, хоча він і обіцяє більшу чисту теперішню вартість грошових надходжень.

Існує багато програм моделювання ризику для персональних комп'ютерів. Ці програми на вмання використовують перемінні величини і обраховують значно більше ситуацій, ніж це можна зробити вручну.

Проекти з різними термінами дії. В реальному житті цілком ймовірна ситуація, коли альтернативні проекти мають різну тривалість. У цьому випадку недоречно порівнювати інвестиційні проекти за показником чистої теперішньої вартості (NPV), оскільки нереально порівнювати, скажемо, 5-річний проект із 10-річним. Необхідно привести проекти до загального множника для того, щоб можна було коректно порівняти їх з метою вибору одного з них. Існують три способи виконати таке приведення проектів.

1. Знайти найменше загальне кратне термінів проектів і розрахувати підсумковий NPV повторюваного проекту.

2. Застосувати еквівалентні щорічні грошові потоки.

3. Припустити, що довгостроковий проект продається у той момент, коли закінчується короткостроковий і узяти його кінцеву вартість для розрахунку NPV.

Перший спосіб приведення проектів до загального множника для того, щоб можна було коректно порівняти їх з метою вибору одного з них, застосовується у такій послідовності:

знаходиться найменше загальне кратне термінів дії проектів – НЗК;

кожен з альтернативних інвестиційних проектів розглядається як повторюваний протягом найменшого загального кратного термінів дії проектів;

розраховується показник підсумкової чистої теперішньої вартості кожного проекту за період повтору проектів – NPV_c :

$$NPV_c = NPV_i (1 + 1 : (1+r)^i + 1 : (1+r)^{2i} + \dots + 1 : (1+r)^{ni} \dots \quad (4.10)$$

де i – тривалість проекту;

r – дисконтна ставка у частках одиниці;

n – кількість повторів вихідного проекту.

вибирається той інвестиційний проект, що має найбільше значення показника підсумкової чистої теперішньої вартості кожного проекту за період повтору проектів – NPV_c .

Продемонструємо цей спосіб на наступному прикладі.

Приклад.

Вибрати найбільш прийнятний інвестиційних проект.

Рік	Грошові потоки за проектом А, тис. грн.	Грошові потоки за проектом Б, тис. грн.
0	-100,0	-100,0
1	50,0	30,0
2	70,0	40,0
3	-	60,0

Дисконтна ставка – 10 %.

Показник чистої теперішньої вартості (NPV) проектів А і Б відповідно 3,3 тис. грн та 5,4 тис. грн.

Безпосередньому порівнюванню значення показника чистої теперішньої вартості (NPV) проектів не піддаються, тому розрахуємо по кожному з проектів показник підсумкової чистої теперішньої вартості кожного проекту за період повтору проектів – NPV_C . Найменше загальне кратне термінів дії проектів – НЗК – складає 6 (2 x 3). Протягом цього періоду проект А можна повторити три рази, а проект Б – 2 рази. Розрахуємо показник підсумкової чистої теперішньої вартості кожного проекту за період повтору проектів – NPV_C :

$$NPV_{CA} = 3,3 + 3,3 : (1 + 0,1)^2 + 3,3 : (1 + 0,1)^4 = 3,3 + 2,73 + 2,25 = 8,28 \text{ тис. грн.}$$

3,3 – чиста теперішня вартість першої реалізації проекту А;

2,73 – чиста теперішня вартість другої реалізації проекту А;

2,25 – чиста теперішня вартість третьої реалізації проекту А.

$$NPV_{CB} = 5,4 + 5,4 : (1 + 0,1)^3 = 9,46 \text{ тис. грн.}$$

Оскільки показник підсумкової чистої теперішньої вартості вище у інвестиційного проекту Б, то його слід визнати найбільш прийнятним.

Проілюструємо проведені розрахунки графічно.

Проект А

0	1	2	3	4	5	6
- 100,0	50,0	70,0				
<hr/>						
		- 100,0	50,0	70,0		
		<hr/>				
				- 100,0	50,0	70,0
				<hr/>		

Другий спосіб – спосіб еквівалентних грошових потоків має обмежене застосування. Він застосовується тільки тоді, коли розглядувані інвестиційні проекти мають рівномірні грошові надходження по роках експлуатації проекту. Внаслідок рівномірності зворотних грошових потоків можна застосувати рентні платежі (ануїтет): за допомогою цього способу визначають величину ренти (ануїтет), яка протягом дії кожного проекту дозволила б отримати такий же показник NPV, що і розглядувані інвестиційні проекти. Проект із більшою величиною ренти (ануїтету) надає і більший прибуток і тому його треба схвалити.

Приклад.

На підприємстві розглядаються два проекти:

проект А: інвестувати 30,0 тис. грн. і отримувати 15,0 тис. грн. на рік протягом 6 років;

проект Б: інвестувати 20,0 тис. грн. і отримувати 18,0 тис. грн. на рік протягом 3 років.

Дисконтна ставка – 16 %.

Рішення.

Проект А: еквівалентний щорічний грошовий потік =

= $NPV : (\text{дисконтний множник ренти за ставкою 16 : протягом 6 років}) =$

= $25,27 : 3,6847 = 6,858 \text{ тис. грн.};$

Проект Б: еквівалентний щорічний грошовий потік =
 = NPV : (дисконтний множник ренти за ставкою 16 : протягом 3 років) =
 = 20,43 : 2,2459 = 9,095 тис. грн.;

Проект Б є більш прийнятним, тому що він має більший еквівалентний грошовий потік ніж проект А.

Дисконтний множник ренти (ануїтету) (він має назву дисконтного множника FM4) знаходиться по спеціальних таблицях, на перетині відповідного періоду (у першому випадку – 6 років, у другому – 3 роки) та ставки дохідності 16 %.

Економічний смисл дисконтного множника ренти міститься у такому: він показує, чому дорівнює з позиції теперішнього моменту величина ануїтету (грошового потоку з рівними надходженнями протягом обмеженого проміжку часу) з регулярними грошовими надходженнями у розмірі однієї грошової одиниці (наприклад, одна гривня), яке триває і років із заданою процентною ставкою г.

Спосіб еквівалентних грошових потоків технічно найбільш правильний та легкий у використанні.

Третій спосіб, що базується на припущенні, що довгостроковий проект продається у той момент, коли закінчується короткостроковий, а його кінцеву вартість можна використати для розрахунку NPV. Для ілюстрації цього способу скористуємося даними вищенаведеного прикладу.

Проект А.

Оцінімо кінцеву або продажну вартість проекту А після трьох років (коли закінчується другий проект – проект Б) у 15,0 тис. грн. і розрахуємо показник чистої теперішньої вартості (NPV) проекту А:

$NPV_A =$ теперішня вартість 15,0 тис. грн. протягом 3-х років із розрахунку 16 % річних) + теперішня вартість 15,0 тис. грн., отриманих через 3 роки із розрахунку 16 % річних) – 30,0 тис. грн. = $15,0 \times 2,2459 + - 30,0 = 13,299$ тис. грн.

Перший добуток ($15,0 \times 2,2459$) ставить собою теперішню оцінку майбутніх грошових потоків від експлуатації проекту А у перші три роки. В цій оцінці ми знову скористалися дисконтним множником ренти (ануїтету): для 3-х років та 16 % доходу він ставить 2,2459.

Перший добуток ($15,0 \times 0,6407$) ставить собою кінцеву або продажну вартість проекту А. Для оцінки її теперішньої вартості проведено дисконтування за допомогою іншого дисконтного множника FM2, що використовується для дисконтування майбутніх грошових надходжень. Значення дисконтного множника FM2 для 3-х років та 16 % дохідності у спеціальній таблиці ставить 0,6407. Дисконтний множник FM2 показує “сьогоднішню” ціну однієї грошової одиниці майбутнього, тобто чому з позиції теперішнього моменту дорівнює одна грошова одиниця декілька періодів пізніше при заданій процентній ставці. 1 гривня через три роки при 16 % дохідності сьогодні коштує 0,6407 грн.

Проект Б.

Оскільки зворотні грошові потоки рівномірні, можна скористатися для розрахунку показника чистої теперішньої вартості (NPV) по проекту Б дисконтним множником FM4. У спеціальній таблиці на перетині 3-х років та 16 % дохідності значення множника ставить 2,2459.

$NPV_B = 18,0 \times 2,2459 - 20,0 = 20,426$ тис. грн.

Після проведених розрахунків порівнюємо значення показника чистої теперішньої вартості (NPV) по проектах А і Б.

Проект А: $NPV_A = 13,299$ тис. грн.

Проект Б: $NPV_B = 20,426$ тис. грн.

Як видно, більш вигідним є проект Б.

Вибір способу забезпечення коректності порівняння показника чистої теперішньої вартості (NPV) по проектах, що мають різну тривалість залежить від певних умов:

спосіб найменшого загального кратного термінів проектів – за умови невеликого значення величини найменшого загального кратного термінів проектів, тому що розрахунки будуть трудомісткими, якщо, наприклад, термін дії одного проекту складає 5 років, а іншого – 7 років;

спосіб еквівалентних щорічних грошових потоків – за умови рівномірності майбутніх грошових потоків по всіх розглянутих проектах;

спосіб припущення про продаж довгострокового проекту у той момент, коли закінчується короткостроковий – за умови, якщо розглядаються дійсно довгострокові проекти

Важливо не припустити помилкового рішення – простого порівняння показника чистої теперішньої вартості (NPV) по проектах, що мають різну тривалість.

Короткі висновки

1. Інвестиційне проектування – процес, у ході якого ідея або концепція, що є ядром проекту, отримує певну форму – проходить декілька етапів. Результатом інвестиційного проектування є інвестиційний проект (стратегічний або тактичний), у якому чітко сформульовані зміни, що передбачаються у діяльності підприємства, та послідовність їх здійснення

2. Існують два основні підходи до фінансової оцінки інвестиційних проектів: бухгалтерський та економічний (або фінансовий). Втіленням бухгалтерського підходу є поняття “прибуток” та “середні інвестиції”, тоді як економічний та фінансовий підходи до фінансової оцінки інвестиційних проектів передбачають, що вартість проектів капітальних інвестицій визначається як перевищення майбутніх доходів над поточними та майбутніми витратами.

3. Традиційний бухгалтерський підхід до фінансової оцінки інвестиційного проекту передбачає використання двох методів: методу розрахунку терміну окупності інвестицій та методу розрахункової норми прибутку. Ці методи не враховують зміну вартості грошей за часом та базуються на припущенні, що ризик при прийнятті інвестиційних рішень не є основною проблемою для інвестиційних менеджерів або керівників підприємства.

4. Наріжним камінням всіх складних методів фінансового аналізу інвестиційних проектів є дисконтування грошових потоків, завдяки чому можливе правильне, коректне порівняння грошових потоків, які виникають у різні періоди часу. До складних методів фінансового аналізу інвестиційних проектів належать метод чистої теперішньої вартості (NPV) (з варіаціями) та метод внутрішньої норми прибутку (IRR).

5. Потрібну норму прибутку або дисконтну ставку визначають двома методами. Перший надає оцінку вартості залучення джерел фінансування проекту і його використовують для тих проектів, що знаходяться у межах нормальної інвестиційної діяльності підприємства і не потребують змін в структурі залучених коштів. Другий метод базується на цінній моделі фондового ринку, враховує ризик проекту і його використання доцільно у тих випадках, коли інвестиційні проекти виходять за межі нормальної інвестиційної діяльності підприємства.

6. Складність реального економічного життя створює труднощі при фінансовому аналізі інвестиційних проектів. Тому при застосуванні методу чистої теперішньої вартості (NPV) (з варіаціями) необхідно враховувати на величину показника (NPV таких чинників як оподаткування підприємств, інфляція, ризик інвестицій, різні терміни діє проекту. У прийнятті фінансових рішень найбільш складним є передбачення майбутнього. І ні один метод фінансового аналізу інвестиційних проектів не може вирішити цю проблему.

