



О.Є. Гудзь, П.А. Стецюк

# ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

Apr

May

Jun

Jul

Aug

Sep

Oct

Nov

Dec

**ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ТЕЛЕКОМУНІКАЦІЙ**

**О.Є. Гудзь, П. А. Стецюк**

# **ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Навчальний посібник

**Київ – 2019**

УДК: 330.322(075.8)

Рецензенти: **Борисова В.А.** доктор економічних наук, професор кафедри фінансів Сумського Національного аграрного університету;

**Малік М.Й.**, доктор економічних наук, професор, академік НААН України професор кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Київського Національного університету ім. Тараса Шевченка, академік НААН, заслужений діяч науки і техніки України.

Друкується за рішенням вченої ради Державного університету телекомунікацій ( протокол № 9 від 14 січня 2019 р.)

**Гудзь О.Є., Стецюк П.А.**

**Інвестиційний менеджмент:** Навчальний посібник. К.: ДУТ 2019. – с.

ISBN

Навчальний посібник підготовлено відповідно до програми навчальної дисципліни «Інвестиційний менеджмент», яку включено до навчального плану підготовки магістрів зі спеціальності 073 «Менеджмент». У ньому висвітлено теоретичні основи та практичні аспекти управління інвестиційною діяльністю підприємства. Розкриваються сутність, значення та функції інвестиційного менеджменту; закономірності функціонування інвестиційного ринку; методи та прийоми обґрунтування інвестиційних рішень; принципи та послідовність розробки інвестиційної стратегії підприємства; характеристика джерел, методів та форм фінансування інвестиційної діяльності; технологія управління реальними та фінансовими інвестиціями; проблеми управління інвестиційними ризиками; сутність, завдання формування та підходи до управління інвестиційним портфелем.

Навчальний посібник адресований студентам економічних спеціальностей вищих навчальних закладів, аспірантам, слухачам курсів підвищення кваліфікації, викладачам, а також підприємцям, бізнесменам, керівникам та спеціалістам підприємств різних галузей національної економіки.

ISBN

© Гудзь О.Є., Стецюк П.А. 2019

## ЗМІСТ

	Стор.
<b>ВСТУП</b>	4
<b>РОЗДІЛ 1</b> Теоретичні основи фінансової політики підприємства	6
<b>РОЗДІЛ 2</b> Стратегія формування фінансової політики	29
<b>РОЗДІЛ 3</b> Формування системи фінансування підприємства	43
<b>РОЗДІЛ 4</b> Бюджетування як інструмент фінансового планування	67
<b>РОЗДІЛ 5</b> Управління поточними витратами і цінова політика підприємства	78
<b>РОЗДІЛ 6</b> Управління оборотними активами	89
<b>ПІСЛЯМОВА</b>	111
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b>	112

## **ВСТУП**

Інвестиційна діяльність відіграє ключову роль у забезпеченні розширеного відтворення підприємства та його перспективного економічного розвитку. Завдяки інвестиціям, підприємство: забезпечує відтворення та розширення свого економічного потенціалу; здійснює модернізацію та диверсифікацію виробництва; підвищує рівень конкурентоспроможності та максимізує прибуток; вирішує багато інших економічних та соціальних проблем. Все це зумовлює необхідність опанування теоретичними та практичними аспектами інвестиційного менеджменту як системи принципів та методів розробки й реалізації управлінських рішень, пов'язаних із здійсненням різних проблем інвестиційної діяльності підприємства. Інвестиційний менеджмент органічно входить до загальної системи управління підприємством, виступаючи однією із основних функціональних її систем, що забезпечує реалізацію переважно стратегічних рішень.

У даному навчальному посібнику висвітлено основні теми та питання з теорії організації та управління інвестиційною діяльністю підприємства відповідно до типової програми навчальної дисципліни «Інвестиційний менеджмент», яку включено до навчального плану підготовки магістрів зі спеціальності 073 «Менеджмент».

Метою вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» є формування у студентів сучасного економічного мислення та системи спеціальних знань у галузі управління інвестиційною діяльністю підприємств, засвоєння основних теоретичних положень, набуття необхідних компетенцій та опанування практичними навичками й уміннями, що забезпечують ефективність управління реальними та фінансовими інвестиціями.

Вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» дозволить студентам отримати глибокі теоретичні знання з питань сутності, мети та функцій інвестиційного менеджменту; опанувати методологічними засадами та методичним інструментарієм інвестиційного менеджменту; оволодіти компетенціями щодо оцінки та прогнозування розвитку інвестиційного ринку, оцінки інвестиційної привабливості підприємств, регіонів та галузей економіки; зрозуміти логіку та оволодіти методами і прийомами розробки інвестиційної стратегії підприємства та механізму її реалізації, а також стратегії формування інвестиційного капіталу підприємства та управління ним; опанувати навичками та уміннями підготовки інвестиційних програм і проектів підприємства, оцінки доцільності і ефективності реальних та фінансових інвестицій, правил прийняття і контролю реалізації інвестиційних рішень.

Всі ці аспекти сучасного інвестиційного менеджменту, які знайшли своє відображення та розкриття у навчальному посібнику «Інвестиційний менеджмент» допоможуть сформуванню сучасного економічного мислення та систему спеціальних знань у галузі управління інвестиційними процесами підприємств, практичних навичок їх застосування у різних напрямках інвестиційної діяльності. Автори сподіваються, що навчальний посібник, який ви тримаєте у своїх руках, буде сприяти досягненню цієї мети.

## Тема 1

# Теоретичний базис інвестиційного менеджменту

1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності.
2. Мета та завдання інвестиційного менеджменту.
3. Функції та механізм інвестиційного менеджменту.

### 1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності

Інвестиції є однією з основних та однією з найбільш часто використовуваних в економічній теорії та практиці категорій. Це зумовлено їх значенням в економіці та домінантною роллю у відтворювальному процесі кожного підприємства. В економічній діяльності підприємства вони виступають у якості:

- основного механізму реалізації стратегічних цілей його перспективного економічного розвитку;
- центрального механізмом оптимізації структури активів;
- домінанти формування довгострокової структури джерел формування активів;
- базису розвитку економічного потенціалу підприємства;
- найважливішого чинника формування ринкової вартості підприємства;
- економічного базису забезпечення простого і розширеного відтворення активів;
- інструментарію реалізації інноваційної політики на основі впровадження досягнень науково-технічного прогресу суспільства;
- економічної основи вирішення актуальних завдань соціального розвитку персоналу.

Економічна категорія «*інвестиції*», та безпосередньо пов'язані з нею такі терміни як «*інвестиційна політика*», «*інвестиційна діяльність*», «*інвестування*» та «*інвестиційний процес*» у вітчизняній практиці використовуються порівняно недавно і до певної міри замінили собою таку категорію як «*капітальні вкладення*».

У зв'язку з тим, що економічна природа інвестицій має широке коло форм прояву, існує неоднозначність та істотна варіація їх трактування різними авторами. Тому існує необхідність уточнення їх економічної інтерпретації як у загальному сенсі, так і в конкретних умовах використання.

Базовою основою терміну «*інвестиції*» виступає латинське слово «*invest*», що в перекладі означає вкладення коштів. У більш широкій інтерпретації вони представляють собою вкладення капіталу з метою його подальшого збільшення та отримання інших економічних та неекономічних вигід. Окремі автори акцентують увагу на фінансовому та економічному аспектах інвестицій.

У більш широкому економічному значенні *інвестиції* – це видатки на створення, розширення, реконструкцію та технічне переозброєння основних виробничих і невиробничих засобів, а також на пов'язані з цими процесами зміни обсягів оборотного капіталу.

З фінансових позицій, *інвестиції* – це всі види активів (коштів), що вкладаються в господарчу діяльність з метою отримання доходу.

Відповідно до Закону України «Про інвестиційну діяльність», інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект. Такими цінностями можуть бути:

- грошові кошти, цільові банківські внески, паї, акції та інші цінні папери;
- рухоме або нерухоме майно;
- майнові права, що випливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок і виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва, але не запатентованих (ноу-хау);
- права користування землею, водою, ресурсами, будівлями, обладнанням, а також інші майнові права.

Багатогранність поняття терміну «інвестиції» у сучасній вітчизняній та зарубіжній літературі значною мірою пов'язана з наявністю широкого спектру суттєвих сторін цієї складної економічної категорії. І.О. Бланк [1] наводить наступні основні якісні характеристики інвестицій (рис. 1).

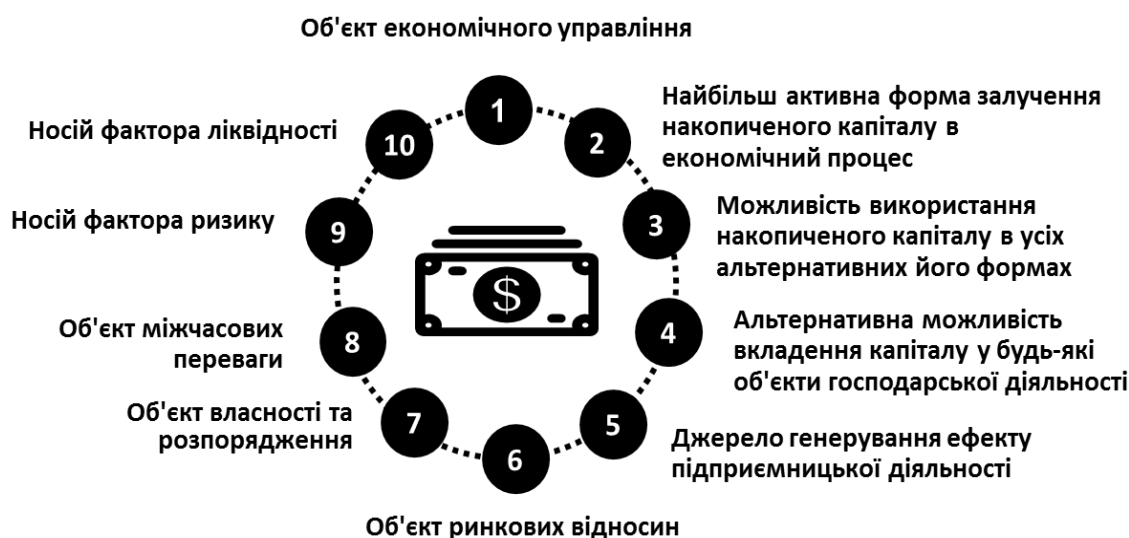


Рис. 1.1. Основні якісні характеристики інвестицій

**1. Інвестиції як об'єкт економічного управління.** Безпосередньо сутнісна природа інвестицій пов'язана з економічною сферою їх функціонування та прояву. У широкій термінологічній палітрі інвестицій, яка існує у науковій літературі з цієї проблеми, різні автори акцентують увагу на тому, що це

економічна категорія, хоча для кожного з них вона може асоціюватися з виробничими, технічними, технологічними, соціальними, екологічними та іншими аспектами. Тобто, незважаючи на очевидні розбіжності у розумінні їх предметної суті, кожен з авторів пов'язує їх з певним видом економічних відносин та сферою економічної діяльності. У цьому контексті інвестиції є об'єктом економічного управління, який пов'язаний з певними економічними інтересами та має чітко окреслені економічні характеристики на рівні будь-яких економічних систем.

**2. Інвестиції як найбільш активна форма залучення накопиченого капіталу в економічний процес.** Одним із важливих аспектів теорії інвестицій є концепція їх взаємозв'язку із накопиченим капіталом (збереженнями). Перманентне інвестування дозволяє постійно нарощувати економічний потенціал та економічні результати діяльності підприємства. Однак з прагматичної точки зору існують певні обмеження щодо всього обсягу накопиченого підприємством запас капіталу виключно на інвестування. Необхідність забезпечення перманентної та стабільної господарської діяльності, на яку впливають різноманітні зовнішні та внутрішні чинники, потребують створення певних страхових резервів, які іммобілізуються з економічного процесу і не приймають у ньому участі. На фоні іммобілізації економічних ресурсів інвестиції виступають активною формою використання накопиченого капіталу.

Одним з наукових підходів до розуміння економічної природи інвестицій є капіталоутворююча концепція, в контурі якої реалізація накопиченого капіталу як інвестиційного ресурсу виступає «чистим капіталоутворенням» підприємства. Воно визначається як різниця між обсягом валових інвестицій та амортизаційних відрахувань підприємства у певному часовому періоді. Спрямування ж капіталу як інвестиційного ресурсу підприємства у фінансовий сектор економіки (тобто інвестування в акції, облігації, інші цінні папери тощо) новий капітал не створює. В рамках економіки країни таке інвестування характеризується як «трансфертне» – обсяг інвестування капіталу у фінансові активи одними економічними суб'єктами одночасно зменшує обсяг його дезінвестування іншими суб'єктами господарювання без приросту реального капіталу. Ситуація, за якої сума інвестованого (накопиченого) капіталу дорівнює сумі вибуття (амортизації) капіталу як фактору виробництва, характеризує так званий «золотий рівень» накопичення капіталу. Відповідно до моделі Солоу, така ситуація, мінімізуючи рівень накопичення капіталу як інвестиційного ресурсу, одночасно максимізує економічно доцільний рівень споживання доходу, одержаного в результаті виробничої діяльності в процесі розподілу операційного прибутку підприємства.

**3. Інвестиції як можливість використання накопиченого капіталу в усіх його альтернативних формах.** Кожна з можливих форм накопиченого капіталу підприємства має певний діапазон можливостей та специфіку механізмів його конкретного використання в інвестиційному процесі. Фінансові ресурси (грошова форма капіталу) має найбільш універсальну форму використання у інвестиційному процесі. Водночас, для використання цієї форми в інвестиційному процесі вона, переважно, потребує трансформації в інші види



економічних ресурсів. Найбільш широкий діапазон, форм використання накопиченого капіталу в інвестиційному процесі, може бути задіяний у виробничій діяльності. У цьому процесі інвестований капітал спільно із іншими факторами виробництва використовується як система, що має певні внутрішні пропорції. При цьому всередині цієї системи для випуску одного й того ж обсягу продукції можуть бути використані різні структурні пропорції інвестованого капіталу та інших виробничих факторів. Однією з найбільш поширених моделей, що ілюструють цю структурування, є виробнича функція Кобба-Дугласа, яка інтерпретує потенційні можливості взаємозамінності таких виробничих факторів як капітал і праця у процесі виробництва.

**4. Інвестиції як альтернативна можливість вкладення капіталу в будь-які об'єкти господарської діяльності.** Інвестований підприємством капітал цілеспрямовано вкладається у формування майна підприємства, передбаченого для здійснення різних форм його господарської діяльності та виробництва різної продукції. При цьому з широкого діапазону можливих об'єктів інвестування капіталу підприємство самостійно обирає пріоритетні форми майнових цінностей (об'єктів та інструментів інвестування), які в обліково-фінансовій термінології носять назву «активи». Інакше кажучи, з економічних позицій інвестиції можна розглядати як форму перетворення частини накопиченого капіталу в альтернативні види активів підприємства.

**5. Інвестиції як джерело генерування ефекту підприємницької діяльності.** Інвестування завжди здійснюється з певною метою, якою є отримання конкретного результату або ефекту. При цьому він може мати не лише економічний, а й неекономічний характер (соціальний, репутаційний, убезпечуючий, екологічний тощо). Стосовно економічної діяльності підприємства то пріоритетною метою інвестування виступає переважно економічний ефект, виражений приростом суми інвестованого капіталу, чистим прибутком, позитивною величиною чистого грошового потоку тощо. Забезпечення отримання економічного ефекту інвестицій базується на їх потенційній можливості генерувати доход, тобто на такій їх властивості як продуктивність інвестованого капіталу. У теорії інвестицій виділяють середню і граничну продуктивність інвестованого капіталу.

**Середня продуктивність** ( $ПР_{CP}$ ) характеризує загальний об'єм продукту ( $ПР$ ), що припадає на одиницю використаного капіталу ( $К$ ):

$$ПР_{CP} = \frac{ПР}{К} \quad (1.1)$$

**Гранична продуктивність** ( $ПР_{ГР}$ ) інвестованого капіталу характеризує приріст об'єму продукту, що припадає на одиницю приросту використаного капіталу:

$$ПР_{ГР} = \frac{\Delta ПР}{\Delta К} \quad (1.2)$$

**6. Інвестиції як об'єкт ринкових відносин.** У процесі інвестиційної діяльності підприємств використовуються різні інвестиційні ресурси, товари та

інструменти, переважна частина яких створюється за межами цих підприємства іншими суб'єктами господарювання. Вони виступають об'єктом купівлі-продажу на специфічному ринковому сегменті – інвестиційному ринку. Як і будь-який інший вид ринків він має свої власні характеристики, що формуються під впливом попиту, пропозиції та ціни. а також сукупністю певних суб'єктів ринкових відносин. Інвестиційний ринок формується під впливом всієї системи ринкових економічних умов та різних форм державного регулювання. Він тісно пов'язаний з іншими товарними та фінансовими ринками. Специфікою цього ринку є те, що ціною інвестиційних ресурсів виступає, як правило, відсоткова ставка, що формується на ринку капіталу.

**7. Інвестиції як об'єкт власності і розпорядження.** Інвестиції завжди детерміновані до конкретного суб'єкта підприємницької діяльності. Тому вони детерміновані до прав власності і розпорядження. На первісному етапі інвестування титул власності та права розпорядження ним, здебільшого, пов'язані з одним і тим самим суб'єктом. У процесі економічного розвитку підприємство досить часто розширює свою участь на фондовому ринку та використання емісійних джерел фінансування інвестицій. Це призводить до поступового розділення прав власності і розпорядження.

У якості об'єкта власності та розпорядження інвестований капітал формує також певні пропорції його використання окремими підприємствами. Це співвідношення відображаються частками власного та позикового капіталу та визначається в економічній теорії терміном «структура капіталу». Воно впливає на багато аспектів інвестиційної діяльності підприємства і, в першу чергу, на методи і прийоми обґрунтування і прийняття інвестиційних рішень підприємства.

**8. Інвестиції як об'єкт часової переваги.** З економічної точки зору інвестиції характеризуються вартісною природою, а отже безпосередньо пов'язані та знаходяться під впливом фактору часу. У цьому контексті запланований до інвестування капітал можна розглядати як запас раніше накопиченої економічної вартості з метою подальшого її примноження у процесі інвестування. З іншого боку – це задіяний у господарський оборот економічний ресурс, спроможний забезпечити збільшення споживання економічних благ інвестора у будь-якому інтервалі майбутнього періоду. При цьому економічна цінність сьогоднішніх і майбутніх благ, пов'язаних із інвестиціями, для власників інвестованого капіталу нерівнозначні. Однією з концептуальних основ неокласичної економічної теорії є теза про більшу цінність для індивідуума сьогоднішніх благ у порівнянні з благами майбутніми.

Між інвестуванням капіталу та одержанням інвестиційного доходу завжди існує певний часовий лаг, який у різних економічних ситуаціях може мати більший або меншим інтервал. Тому перед інвестором або іншими суб'єктами, що приймають інвестиційні рішення, завжди стоїть питання часової переваги використання капіталу – обрати для інвестування коротко- чи довгострокові об'єкти (інструменти) з відповідно диференційованим рівнем інвестиційного доходу.

Кількісним вимірником ефективності використання капіталу в часі виступає «норма часової переваги»:

$$НЧП = \frac{СБ_M}{СБ_П} \quad (1.3)$$

де  $СБ_M$ ,  $СБ_П$  – сумарна оцінка відповідно майбутніх та поточних споживчих благ, які можна придбати на одиницю наявного капіталу.

**9. Інвестиції як фактор ризику.** Ризик є об'єктивною умовою існування альтернативних варіантів вирішення тих чи інших завдань в усіх сферах людської діяльності, а його суб'єктивно прийнятна міра виступає критерієм вибору конкретної альтернативи. Існування ризиків у інвестиційній діяльності підприємства з одного боку визначається наявністю множинності варіантів розвитку економічних явищ та процесів, а з іншого – відсутністю достатніх знань про причинно-наслідкові зв'язки між цим розвитком та факторами, що його зумовлюють. Мотивацією фінансування інвестиційної діяльності підприємства, тобто виділення фінансових ресурсів на її здійснення, у переважній більшості випадків виступає отримання доходу. Приймаючи інвестиційні рішення, власники підприємства або менеджери, яким делеговано функції управління, повинні постійно й усвідомлено йти на ризик, допустимий рівень якого встановлюється індивідуально особами, що приймають такі рішення.

**10. Інвестиції як носій фактору ліквідності.** Конститутивним атрибутом усіх форм та видів інвестицій є їх ліквідність, під якою розуміють здатність бути при необхідності реалізованими по своїй реальній ринковій вартості. Ця здатність інвестицій забезпечує при несприятливих економічних та інших умовах перетікання капіталу з одних видів діяльності, об'єктів та інструментів його використання у інші. Цей процес вивільнення капіталу, що забезпечується його ліквідністю, називається терміном «дезінвестиції».

Вивільнений у процесі дезінвестицій інвестованого капіталу створює можливості для його реінвестований в інші об'єкти та інструменти. Таким чином, ліквідність інвестицій дозволяє формувати не лише прямий, а й зворотний потік капіталу, задіяного як інвестиційний ресурс. Ліквідність інвестицій є об'єктивним фактором, що зумовлює вибір їх конкретних форм і видів при прогнозуванні необхідного рівня їх майбутньої доходності.

Розглянуті вище якісні характеристики інвестицій підприємства дозволяє сформульована найбільш узагальнене їх визначення наступним чином:

**Інвестиції підприємства** – це вкладення капіталу в усіх його формах у різноманітні об'єкти (інструменти) його господарської діяльності з метою отримання прибутку, а також досягнення іншого економічного або неекономічного ефекту, здійснення якого базується на ринкових принципах і пов'язано з факторами часу, ризику та ліквідності.

На практиці інвестиції здійснюються у різних формах. З метою обліку, аналізу та планування інвестиції прийнято класифікуються за різними ознаками. У спеціальній літературі наведено широке коло різноманітних класифікацій інвестицій. Однак серед них майже всі автори виділяють наступні ознаки (рис. 1.2):

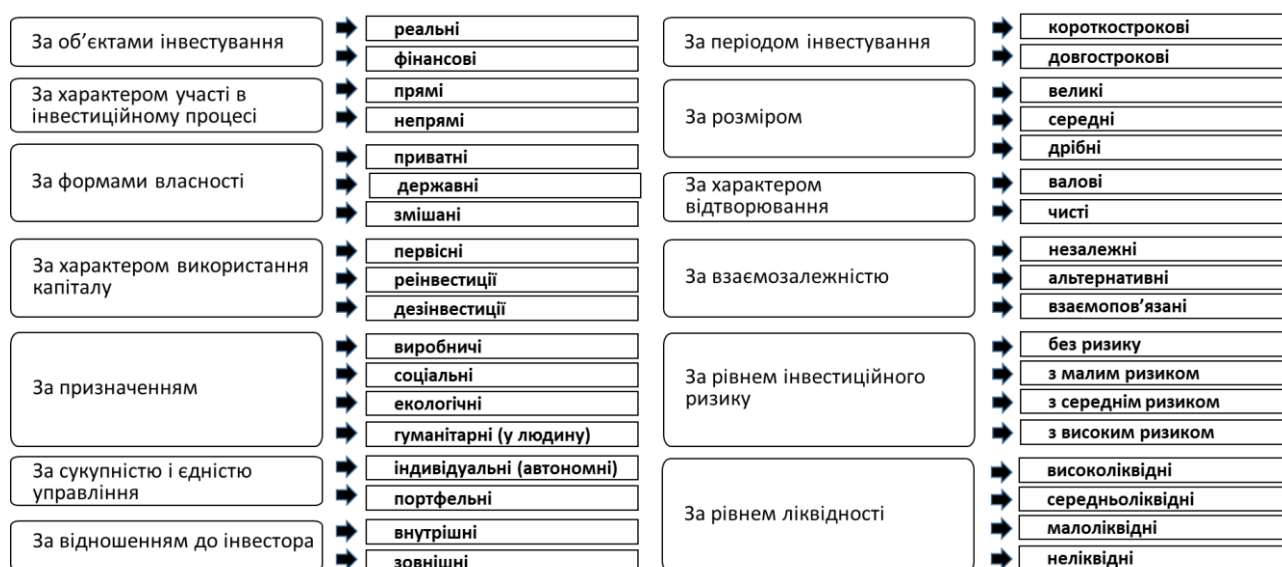


Рис. 1.2. Основні якісні характеристики інвестицій

Інвестиції реалізуються в процесі *інвестиційної діяльності* підприємства, яка представляє собою цілеспрямовано здійснюваний процес пошуку необхідних інвестиційних ресурсів, вибору ефективних об'єктів (інструментів) інвестування, формування збалансованої за обраними параметрами інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) та забезпечення її реалізації.

Інвестиційна діяльність підприємства має певну специфіку. Її особливостями проявляються в тому, що:

- вона є головною формою забезпечення зростання операційної діяльності підприємства та по відношенню до її цілей і завдань носить підлеглий характер;

- форми і методи інвестиційної діяльності набагато меншою мірою залежать від галузевих особливостей підприємства, ніж його операційна діяльність;

- інвестиційний дохід підприємства (а також інші форми ефекту інвестицій) в процесі його інвестиційної діяльності формується звичайно зі значним «лагом запізнювання»;

- їй притаманні специфічні види ризиків, що об'єднуються поняттям «інвестиційний ризик»;

- вона формує особливий самостійний вид грошових потоків підприємства, які суттєво різняться в окремі періоди за своєю спрямованістю. З цих позицій інвестування – це серія грошових потоків, що обов'язково починається з негативного грошового потоку (рис. 1.3 );

- найважливішим вимірником обсягу інвестиційної діяльності, що характеризує темпи економічного розвитку підприємства, виступає показник його *чистих інвестицій (ЧІ)*, які представляють собою суму валових інвестицій, зменшену на суму амортизаційних відрахувань у певному часовому періоді. При цьому *валові інвестиції (ВІ)* – це загальна сума інвестицій підприємства, здійснених у певному часовому періоді.

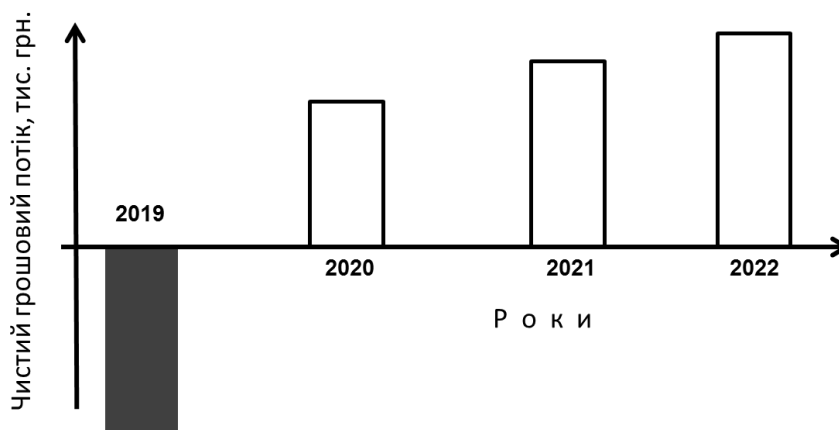


Рис.1. 3. Інвестиційний грошовий потік

Якщо,  $ЧИ > 0$ , то це свідчить про економічний розвиток підприємства та зростання потенціалу формування його прибутку;

$ЧИ = 0$  – характеризує відсутність економічного розвитку підприємства та бази зростання його прибутку;

$ЧИ < 0$  – є свідченням зниження економічний потенціалу розвитку підприємства та бази формування його прибутку.

Інвестиційну діяльність можуть здійснювати фізичні та юридичні особи, тобто її суб'єкти. Згідно з чинним законодавством *суб'єктами (інвесторами та учасниками)* інвестиційного процесу виступають громадяни і юридичні особи України та іноземних держав, а також держави, які здійснюють інвестиційну діяльність.

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

До **учасників** інвестиційної діяльності відносять громадян та юридичні особи України, інших держав, що забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень, або на підставі доручення інвестора.

Провідна роль в інвестиційному процесі належить інвесторам. В практиці інвестиційної діяльності існує широке розмаїття інвесторів, особливості уподобань та форм діяльності яких необхідно враховувати в процесі управління інвестиційною діяльністю підприємства. Для цього їх можна класифікувати за певними ознаками (рис. 1.4).

Комплекс питань, пов'язаних зі здійсненням інвестиційної діяльності підприємства, потребує знань теорії і практики прийняття управлінських рішень відносно процесу інвестування. Цей комплекс питань є предметом інвестиційного менеджменту.



Рис. 1.4. Основні класифікаційні групи інвесторів

## 2. Мета та завдання інвестиційного менеджменту

У самостійну галузь знань інвестиційний менеджмент оформився у 50-ті роки ХХ ст. у зв'язку з інтенсивним розвитком досліджень у сфері портфельного інвестування.

*Інвестиційний менеджмент* представляє собою систему принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних зі здійсненням різноманітних аспектів інвестиційної діяльності підприємства.

Місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління підприємством може бути проілюстровано схемою (рис. 1. 5).

Ефективне управління інвестиційною діяльністю підприємства забезпечується реалізацією низки принципів, основними з яких є:

1. Інтегрованість з загальною системою управління підприємством.
2. Комплексний характер формування управлінських рішень.
3. Високий динамізм управління.
4. Варіативність підходів до розробки окремих управлінських рішень.
5. Орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства.

З урахуванням змісту і принципів управління інвестиційною діяльністю формуються його цілі й задачі.

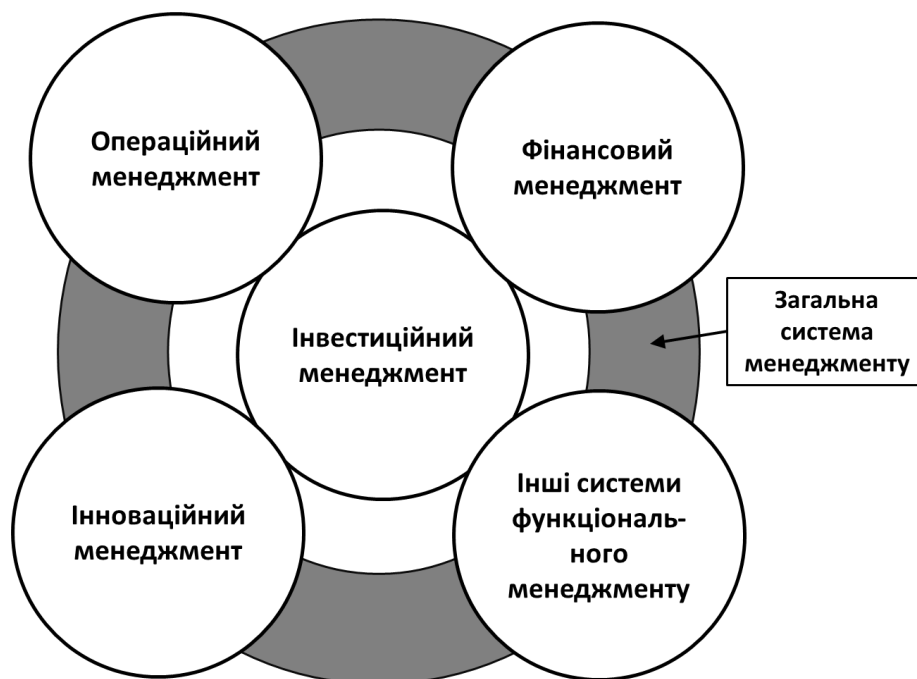


Рис. 1.5. Місце інвестиційного менеджменту у загальній системі менеджменту підприємства

Головна ціль управління інвестиційною діяльністю нерозривно пов'язана з головною метою господарської діяльності підприємства в цілому і реалізується з нею в єдиному комплексі. З розвитком інвестиційної теорії змінювались і підходи економістів до визначення головної мети інвестиційної діяльності. У генезисі цієї проблеми можна виділити три основні підходи:

- класична економічна теорія (А. Сміт, А. Курно) стверджувала, що головною метою інвестиційної та інших видів господарської діяльності підприємства є максимізація прибутку.

- теорія стійкого економічного зростання: головною метою інвестиційної діяльності висуває забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.

- сучасна економічна теорія в якості головної цілі інвестиційної діяльності підприємства висуває забезпечення максимізації добробуту власників підприємства, яке одержує конкретний вираз у максимізації ринкової вартості підприємства.

Неокласична економічна теорія **головною метою інвестиційного менеджменту** визначає забезпечення максимізації добробуту власників підприємства у поточному і перспективному періоді. У процесі реалізації своєї головної мети управління інвестиційною діяльністю підприємства спрямовано на вирішення таких основних задач:

- забезпечення достатньої інвестиційної підтримки високих темпів розвитку операційної діяльності підприємства;

- забезпечення максимальної доходності (прибутковості) окремих реальних і фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства в цілому при передбаченому рівні інвестиційного ризику;

- забезпечення мінімізації інвестиційного ризику окремих реальних і фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності в цілому при передбаченому рівні їхньої доходності (прибутковості);
- забезпечення оптимальної ліквідності інвестицій і можливостей швидкого реінвестування капіталу при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення інвестиційної діяльності;
- забезпечення формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів та оптимальної їхньої структури у відповідності до прогнозованих обсягів інвестиційної діяльності;
- забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності;
- пошук шляхів прискорення реалізації діючої інвестиційної програми підприємства.

**Об'єктом інвестиційного менеджменту** виступають інвестиції підприємства та його інвестиційна діяльність.

**Суб'єктами** інвестиційного менеджменту, які здійснюють безпосереднє управління інвестиційною діяльністю можуть бути:

- власник підприємства (самостійно здійснює функції інвестиційного менеджменту, як правило, на малих підприємствах);
- інвестиційний менеджер широкого профілю (найманий працівник, що здійснює практично всі функції інвестиційного управління підприємством);
- функціональний інвестиційний менеджер (найманий працівник, що здійснює спеціалізовані функції управління в одній зі сфер інвестиційної діяльності) – менеджер з управління інвестиційними ризиками, менеджер з управління грошовими потоками, менеджер з управління фінансовими інвестиціями, менеджер з управління реальними інвестиціями.

Зі зростанням обсягів інвестиційної діяльності та її диверсифікацією потреба в інвестиційних менеджерах усіх рівнів буде зростати, а їхня спеціалізація – постійно розширюватись.

### **3. Функції та механізм інвестиційного менеджменту**

Система інвестиційного менеджменту реалізує свою головну мету й основні задачі шляхом здійснення певних функцій. Ці функції поділяються на дві основні групи, які визначені комплексним змістом системи управління інвестиційною діяльністю.

#### **1. Функції інвестиційного менеджменту як управлінської системи:**

- розробка інвестиційної стратегії підприємства;
- створення організаційних структур, що забезпечують прийняття і реалізацію управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності;
- формування ефективних інформаційних систем, що забезпечують обґрунтування альтернативних варіантів інвестиційних рішень;
- здійснення аналізу різних аспектів інвестиційної діяльності;



- здійснення планування інвестиційної діяльності підприємства за її основними напрямками;
- розробка дієвої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень в області інвестиційної діяльності;
- здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності.

Ці функції є складовими частинами будь-якого процесу управління поза залежністю від виду діяльності підприємства, його організаційно-правової форми, розміру, форми власності й т. ін. У теорії управління ці функції характеризуються як загальні.

**2. Функції інвестиційного менеджменту як спеціальної області управління підприємством.** Склад цих функцій визначено конкретним об'єктом даної управлінської системи:

- управління реальними інвестиціями;
- управління фінансовими інвестиціями;
- управління формуванням інвестиційних ресурсів;
- управління грошовими потоками з інвестиційної діяльності.

Теорія управління розглядає ці функції як специфічні. Кожна з цих функцій може бути конкретизована більш цілеспрямовано з урахуванням специфіки інвестиційної діяльності окремих підприємств. При здійсненні такої конкретизації на кожному підприємстві може бути побудована багаторівнева функціональна система управління інвестиційною діяльністю.

Процес управління інвестиційною діяльністю базується на певному механізмі. **Механізм інвестиційного менеджменту** представляє собою систему основних елементів, що регулюють процес розробки і реалізації інвестиційних рішень підприємства.

**Елементами механізму інвестиційного менеджменту є:**

*Державне нормативно-правове регулювання* інвестиційної діяльності підприємства. Складовими державного регулювання інвестиційної діяльності: управління державними інвестиціями, регулювання умов інвестиційної діяльності, контроль за здійсненням інвестиційної діяльності усіма інвесторами та учасниками. При цьому використовуються широке коло форм та методів державного регулювання інвестиційної діяльності (рис. 1.6).

*Ринковий механізм регулювання* інвестиційної діяльності підприємства. Цей механізм формується насамперед у сфері інвестиційного ринку (ринку цінних паперів), а також товарного ринку (ринку засобів виробництва, предметів праці та готової продукції) у розрізі окремих їх сегментів. Конститутивними атрибутами цього ринку виступають кон'юнктура, попит, пропозиція, ціни, учасники.



Рис. 1.6. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств

*Внутрішній механізм управління інвестиційною діяльністю підприємства.* Він формується в рамках самого підприємства шляхом розробки та прийняття внутрішніх (локальних) нормативів, регламентів, положень, методик тощо, які унормовують процедури та технології управлінських рішень з питань інвестиційної діяльності. Частина питань управління інвестиційною діяльністю підприємства регулюється вимогами його статуту. Окремі з цих аспектів регулюються розробленою на підприємстві інвестиційною стратегією та цільовою інвестиційною політикою за окремими напрямками інвестування.



Рис. 1.7. Внутрішній механізм управління інвестиційною діяльністю підприємства

## Питання для самоконтролю

1. Що таке інвестиції та інвестиційна діяльність?
2. Охарактеризуйте інвестиції як об'єкт економічного управління та ринкових відносин.
3. Дайте характеристику інвестиції як форми залучення та використання накопиченого капіталу в економічному процесі.
4. Охарактеризуйте інвестиції як альтернативну можливість вкладення капіталу в об'єкти господарської діяльності.
5. Розкрийте специфіку інвестиції як джерело генерування ефекту підприємницької діяльності.
6. У чому полягає специфіка інвестиції як об'єкт власності та розпорядження?
7. Дайте характеристику інвестиції як фактору ризику.
8. Розкрийте специфіку інвестиції як носія фактору ліквідності.
9. Яка роль інвестицій на макро- та мікрорівні?
10. В якій формі здійснюються інвестування господарюючими суб'єктами?
11. Які основні критерії класифікації інвестицій?
12. Як класифікуються інвестиції на макрорівні?
13. Як класифікуються інвестиції на мікрорівні?
14. За якими ознаками класифікуються інвестори?
15. Розкрийте сутність та основну мету інвестиційного менеджменту.
16. Які основні принципи управління інвестиційною діяльністю підприємства?
17. У чому полягають функції та завдання інвестиційного менеджменту?
18. Хто є об'єктами та суб'єктами інвестиційного менеджменту?
19. Що таке механізм інвестиційного менеджменту та з яких елементів він складається?

## Тестові завдання

### 1. Інвестиції – це:

а) вкладення матеріальних цінностей у галузі народного господарства з метою відновлення основних фондів і поповнення оборотних коштів;

**б) усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток або досягається соціальний ефект;**

в) діяльність, спрямована на реалізацію найбільш ефективних фінансових вкладень;

г) діяльність, спрямована на підвищення конкурентоздатності галузі народного господарства або окремого підприємства шляхом залучення зовнішніх коштів.

### 2. Чисті інвестиції представляють собою:

**а) суму валових інвестицій, зменшену на суму амортизаційних відрахувань у визначеному періоді;**

- б) загальний обсяг інвестованих коштів;
- в) майнові права інтелектуальної власності;
- г) суму валових інвестицій, зменшену на суму матеріальних витрат у визначеному періоді.

**3. Інвестиції за об'єктами вкладення коштів класифікуються на:**

- а) прямі і непрямі;
- б) реальні і фінансові;**
- в) прямі і реальні;
- г) приватні, державні, іноземні та спільні.

**4. Інвестиційною діяльністю є:**

- а) придбання та реалізація еквівалентів грошових коштів;
- б) функціонування інвестиційних фондів та інвестиційних компаній з приводу здійснення капіталовкладень;
- в) сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій;**
- г) сукупність практичних дій щодо реалізації іноземних інвестиційних проектів.

**5. Суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути:**

- а) громадяни і юридичні особи України та іноземних держав, а також держави;**
- б) органи виконавчої влади та місцевого самоврядування, Національний банк, Фонд держмайна, Державний антимонопольний комітет;
- в) комерційні банки, в тому числі біржові, іпотечні, позичково-ощадні;
- г) фізичні та юридичні особи, що здійснюють вкладення матеріальних засобів у різні галузі народного господарства.

**6. За характером участі в інвестуванні виділяють інвестиції:**

- а) короткострокові та довгострокові;
- б) прямі та непрямі;**
- в) приватні, державні та змішані;
- г) реальні та фінансові.

**7. За формами власності інвесторів вирізняють інвестиції:**

- а) прямі та непрямі;
- б) короткострокові та довгострокові;
- в) приватні, державні та змішані;**
- г) приватні, державні, колективні, казенні.

**8. За періодом інвестування вирізняють інвестиції:**

- а) оперативні, річні, квартальні;
- б) короткострокові та довгострокові;**
- в) приватні, державні та змішані;
- г) реальні та фінансові.

**9. За регіональною ознакою розрізняють інвестиції:**

- а) місцеві, районні, міські, обласні;
- б) реальні та фінансові;
- в) внутрішні та міжнародні;**
- г) прямі та непрямі.

**10. За відношенням до підприємства-інвестора розрізняють інвестиції:**

- а) внутрішні та зовнішні;**
- б) реальні та фінансові;
- в) прямі та непрямі;
- г) приватні, державні, іноземні та спільні.

**11. За характером використання капіталу в інвестиційному процесі розрізняють інвестиції:**

- а) первинні, реінвестиції, дезінвестиції;
- б) реальні та фінансові;
- в) прямі та непрямі;**
- г) в обладнання та нематеріальні активи.

**12. За сумісністю здійснення вирізняють інвестиції:**

- а) реальні та фінансові;
- б) незалежні, взаємозалежні, взаємовиключні;**
- в) високодохідні та низько дохідні;
- г) високоліквідні, середньоліквідні та низьколіквідні.

**13. За ступенем залежності від доходів розрізняють інвестиції:**

- а) похідні та автономні;**
- б) незалежні, взаємозалежні, взаємовиключні;
- в) високодохідні та низькодохідні;
- г) високоліквідні, середньоліквідні та низьколіквідні.

**14. Якщо інвестиції не можуть бути реалізовані самостійно (а лише у складі цілісного майнового комплексу), то вони:**

- а) низьколіквідні;
- б) високо ризиковані;
- в) неліквідні;**
- г) низько дохідні.

**15. Інвестором є суб'єкт інвестиційної діяльності, який:**

- а) приймає рішення про вкладення власних коштів в об'єкти інвестування;
- б) приймає рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування;**
- в) забезпечує реалізацію інвестицій, виступаючи у ролі кредиторів;
- г) приймає рішення про вкладення коштів на підставі доручення кредитора.

**16. Визначте, в якому випадку результати інвестиційної діяльності свідчать про економічне зростання:**

- а) якщо сума амортизаційних відрахувань перевищує обсяг валових інвестицій;
- б) якщо обсяг валових інвестицій дорівнює сумі амортизаційних відрахувань;
- в) якщо обсяг валових інвестицій перевищує суму амортизаційних відрахувань;**
- г) якщо сума чистих інвестицій дорівнює нулю.

**17. За спрямованістю господарської діяльності інвестори можуть бути:**

- а) стратегічні та портфельні;
- б) індивідуальні та інституційні;**
- в) консервативний, помірний та агресивний;
- г) вітчизняний та зарубіжний.

**18. За цілями інвестування інвесторів класифікують так:**

- а) індивідуальні та інституційні;
- б) консервативні, помірні та агресивні;
- в) вітчизняні та зарубіжні;
- г) стратегічні та портфельні.**

**19. За менталітетом інвестиційної поведінки інвестори бувають:**

- а) стратегічні та портфельні;
- б) індивідуальні та інституційні;
- в) консервативні, помірні та агресивні;**
- г) вітчизняні та зарубіжні.

**20. За належністю до резидентів інвестори можуть бути:**

- а) стратегічні та портфельні;
- б) індивідуальні та інституційні;
- в) консервативні, помірні та агресивні;
- г) вітчизняні та зарубіжні.**

## Тема 2

# Методологічні засади та методичний інструментарій інвестиційного менеджменту

1. Концепція оцінки вартості грошей у часі.
2. Методика визначення майбутньої та поточної вартості при різних схемах нарахування відсотків
3. Види грошових потоків та методи їх оцінки.
4. Врахування інфляції та ризиків у інвестиційних розрахунках.

### 1. Концепція оцінки вартості грошей у часі

У будь-якій економіці гроші у поточний період коштують дорожче, ніж в майбутньому. Грошові кошти, якими інвестор має сьогодні, мають для нього велику вартість, ніж та ж сума грошей в майбутньому. Причиною такого є наступні три фактори:

– *інфляція* пов'язана із загальним підвищенням цін у країні. Коли зростають ціни, падає вартість грошової одиниці. Тому на одну і ту ж суму коштів сьогодні, як правило, можна придбати більше товарів та послуг, ніж у майбутньому;

– *упущена вигода* по альтернативних джерел інвестування: кошти, наявні сьогодні, можна інвестувати в той чи інший проект та отримати додатковий дохід. Одержаний дохід, у свою чергу, може реінвестуватися тощо.

– *ризик інвестування* обумовлений невизначеністю у майбутньому та відсутністю достатнього уявлення про причинно-наслідкові зв'язки між результатами і чинниками призводить до того, що грошові кошти, які плануються до отримання у майбутньому в порівнянні з грошима, які є в наявності сьогодні, завжди пов'язані з ризиком їх неотримання.

Таким чином, вартість інвестованих коштів завжди знаходиться під впливом фактору часу, важливість врахування якого, особливо у довгострокових інвестиційних операціях, має важливе значення для результативності прийнятого управлінського рішення. Актуальність врахування часового фактору витікає із сутності фінансування, кредитування й інвестування та виражається в принципі нерівноцінності грошей, які відносяться до різних моментів часу (*time-value of money*), або в іншому формулюванні – принципі зміни цінності грошей у часі.

Тому у фінансово-економічних розрахунках, пов'язаних з потоками грошових коштів у різні періоди часу, необхідно враховувати вартість грошей у часі. Кількісна оцінка зміни вартості грошей у часі є основою більшості фінансово-інвестиційних розрахунків та математико-статистичних моделей, які використовуються у інвестиційному менеджменті.

Концепція такої оцінки засновується на тому, що вартість грошей з часом змінюється з урахуванням норми прибутку на грошовому ринку, у якості якої зазвичай виступає норма позичкового відсотка (або відсотка).

У даному випадку під **відсотком** розуміється дохід від надання капіталу (інвестиційних ресурсів) у борг, а **відсоткова ставка** – це величина, яка характеризує інтенсивність нарахування відсотків і представляє собою відношення суми доходу, виплаченого за фіксований інтервал часу, до величини позики. Оскільки процес інвестування майже завжди розтягнутий у часі і має тривалий період, то в практиці управління інвестиціями використовується стандартна операція порівняння вартість грошей перед початком їхнього інвестування з вартістю грошей при їхньому поверненні у вигляді майбутнього прибутку, амортизаційних відрахувань тощо. У процесі таких порівнянь вартості використовують два основні поняття – майбутня та теперішня вартість грошей.

**Майбутня вартість грошей** – це сума інвестованих у поточний (теперішній) момент часу коштів, в яку вони перетворюються через певний часовий період з урахуванням ставки відсотка, що виступає у якості ціни за використання інвестиційних ресурсів. Розрахунок майбутньої вартості грошей здійснюється за допомогою **процесу нарощування (компаундінгу)**, який представляє собою поетапне збільшення суми вкладу шляхом додання до початкового його розміру суми відсотка (відсоткових платежів). Формула таких розрахунків має наступний вигляд:

$$FV = PV \times (1 + r), \quad (2.1)$$

де  $FV$  – майбутня вартість грошей;

$PV$  – теперішня (поточна) вартість;

$r$  – відсоткова ставка, що відображає бажаний рівень прибутковості для інвестора.

Відсоткова ставка встановлюється самим інвестором з урахуванням впливу всіх значущих факторів (інфляції, ризиків, ліквідності тощо). Вона показує темп приросту капіталу і характеризує норму прибутку (прибутковості) інвестицій. Формула її розрахунку має наступний вигляд:

$$r = \frac{FV - PV}{PV} \quad (2.2)$$

**Теперішня (поточна) вартість грошей**  $P$  – це сума майбутніх грошових надходжень, приведених з урахуванням певної ставки відсотка (так званої «дисконтної ставки») до теперішнього періоду. Визначення теперішньої вартості грошей пов'язане з **процесом дисконтування**, який представляє собою операцію, зворотну нарощуванню при обумовленому кінцевому розмірі грошових коштів. У цьому випадку сума відсотка (дисконту) вираховується з кінцевої суми (майбутньої вартості) грошових коштів. Така ситуація виникає



тоді, коли необхідно визначити, скільки коштів необхідно інвестувати сьогодні для того, щоб через певний період часу отримати заздалегідь обумовлену їхню суму.

Теперішня вартість визначається за допомогою вилучення з відомою майбутньої вартості суми дисконту за формулою.

$$PV = FV - \frac{FV}{1 + d} \quad (2.3)$$

де  $d$  – ставка дисконту (капіталізації).

Дисконтна ставка показує темп зниження, дисконт вартості грошей у часі та визначається за формулою:

$$d = \frac{FV - PV}{FV} \quad (2.4)$$

Між теперішньою та майбутньою вартість грошей існує взаємозв'язок, який ілюструє рис. 2.1.

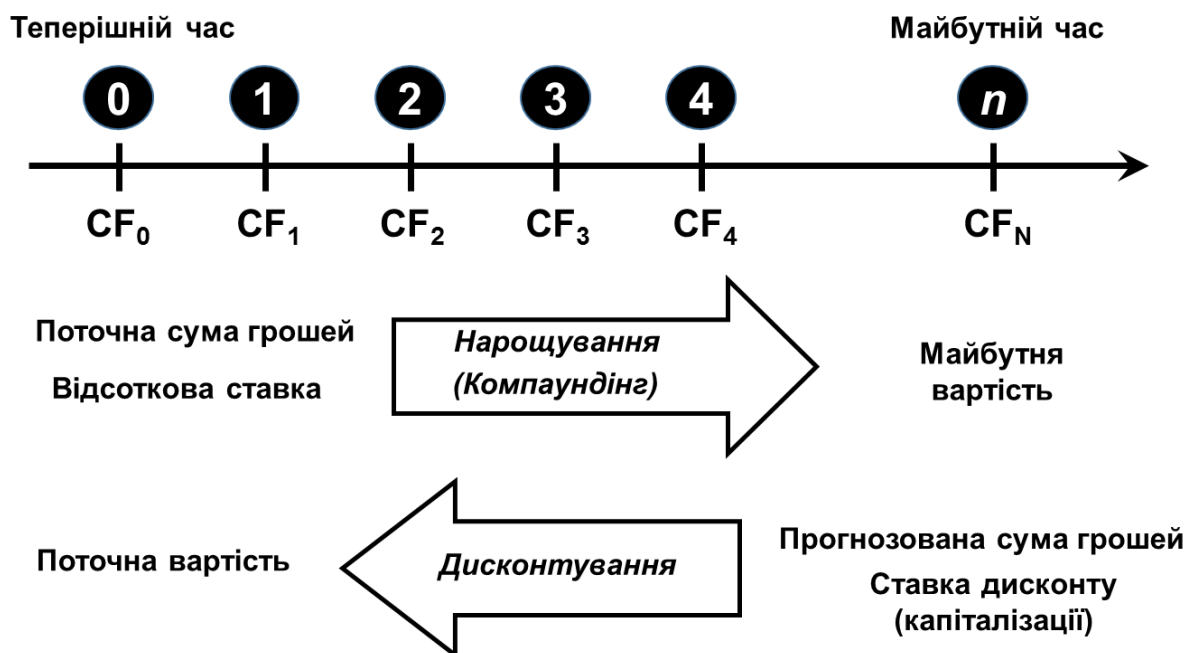


Рис. 2.1. Взаємозв'язок між теперішньою та майбутньою вартість грошей

При цьому взаємозв'язок між відсотковою та дисконтною ставками можна виразити наступною формулою:

$$1 - d = \frac{1}{1 + r} \quad (2.5)$$

## 2. Методика визначення майбутньої та поточної вартості при різних схемах нарахування відсотків

Способи нарощування та дисконтування безпосередньо залежать від схеми нарахування відсотків. На практиці виділяють дві основні схеми дискретного нарахування: схема простих та схема складних відсотків.

У випадку нарахування простих відсотків сума капіталу (бази для нарахування відсотків) залишається незмінною протягом усього періоду нарахування відсотків. Для схеми простих відсотків майбутня вартість інвестованого на  $n$  років капіталу визначається за формулою:

$$FV = PV \times (1 + r \times n), \quad (2.6)$$

### Приклад 2.1.

Визначити суму грошових коштів, які будуть на банківському рахунку через 3 роки, якщо сума початкового внеску – 1000 грн., а ставка відсотка – 10% річних. Розрахунки провести для умови нарахування простих відсотків.

Розв'язок завдання показано на рис. 2.2.

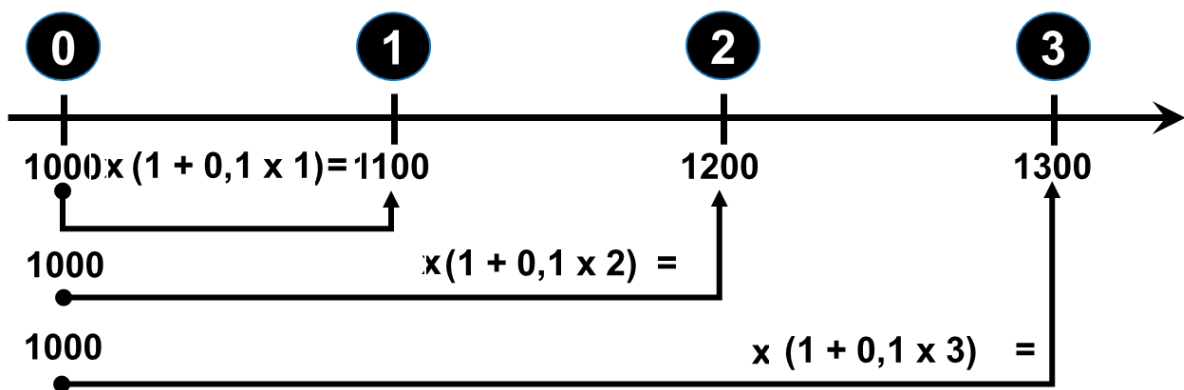


Рис. 2.2. Алгоритм визначення майбутньої вартості грошей за формулою простого відсотка

При застосуванні схеми складних відсотків величина первинного вкладу постійно збільшується на суму відсотків нарахованих раніше і база, з якої відбувається нарахування відсотків постійно зростає. Майбутню вартість інвестованого капіталу за схемою складних відсотків до кінця  $n$ -го часового періоду можна визначити за формулою:

$$FV = PV \times (1 + r)^n, \quad (2.7)$$

Для зручності розрахунків множник  $(1 + r)^n$  розрахований для різних величин  $r$  і  $n$  наводять у спеціальних таблицях, які розміщують в додатках у спеціальній літературі з фінансових та інвестиційних розрахунків.

Алгоритм визначення майбутньої вартості грошей за формулою складного відсотка показано на рис. 2.3.

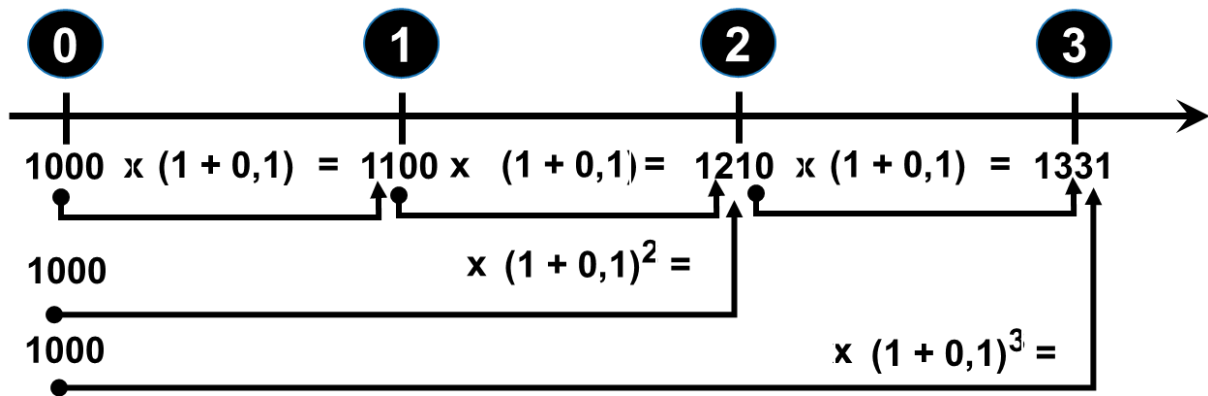


Рис. 2.3. Алгоритм визначення майбутньої вартості грошей за формулою складного відсотка

При оцінці вартості грошей у часі необхідно мати на увазі, що на результат оцінки суттєво впливає не тільки розмір відсотка, а й періодичність виплат (або кількість платіжних періодів) протягом одного й того ж загального терміну. Інколи більш вигідним є інвестування грошей під меншу ставку відсотка, але з більшою періодичністю виплат. Для подібних розрахунків використовуються спеціальні формули, що враховують внутрішньорічне нарахування відсотків.

Перетворимо формули 2.6 та 2.7, а кількість нарахувань відсотків протягом року позначимо через  $m$ .

У разі нарахування простих відсотків формула приймає наступний вигляд:

$$FV = PV \times \left(1 + \frac{r}{m} \times n \times m\right), \quad (2.8)$$

Очевидно, що дана формула ідентична вихідної 2.6, що дозволяє зробити висновок про те, що в разі застосування схеми простих відсотків кількість внутрішньорічних нарахувань не має значення і не впливає на величину нарощеної суми.

Якщо застосовується схема складних відсотків, то формула визначення нарощеної вартості для ситуації з внутрішньорічними нарахуваннями буде виглядати наступним чином:

$$FV = PV \times \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \times m}, \quad (2.8)$$

### Приклад 2.2.

Визначити суму грошових коштів, які будуть на банківському рахунку через 3 роки, якщо сума початкового внеску – 1000 грн., а ставка відсотка – 10% річних. Розрахунки провести для умови нарахування простих відсотків.

Розв'язок

а) прості відсотки

$$FV = 5000 \times \left(1 + \frac{0,2}{4}\right) \times 4 \times 2 = 5000 \times 1,4 = 7000$$

б) складні відсотки

$$FV = 5000 \times \left(1 + \frac{0,2}{4}\right)^{4 \times 2} = 5000 \times 1,48 = 7400$$

Розглянемо способи визначення теперішньої вартості грошових потоків.

При розрахунку теперішньої вартості за схемою простих відсотків використовується базова формула (2.3) доповнена числом періодів нарахування ( $n$ ):

$$PV = \frac{FV}{1 + d \times n} \quad (2.9)$$

Алгоритм визначення теперішньої вартості грошей за формулою простого відсотку ілюструє рис. 2.4.

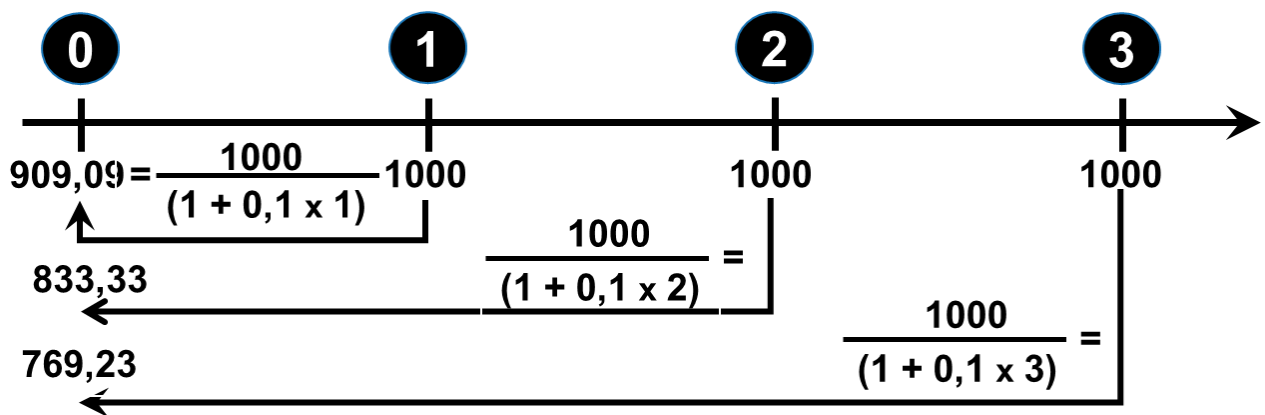


Рис. 2.4. Алгоритм визначення теперішньої вартості грошей за формулою простого відсотку

При довгострокових інвестиційних операціях розрахунки ведуться, як правило, тільки виходячи зі схеми складних відсотків. Така схема дозволяє врахувати можливість інвестора отримати додатковий дохід за рахунок реінвестування одержуваного на попередніх етапах життєвого циклу інвестиційного процесу доходу. Теперішня вартість коштів, що плануються до отримання у майбутньому через  $n$  років, визначається за формулою:

$$PV = \frac{FV}{(1 + d)^n} \quad (2.10)$$

Алгоритм визначення теперішньої вартості грошей за схемою складного відсотку ілюструє рис. 2.5.

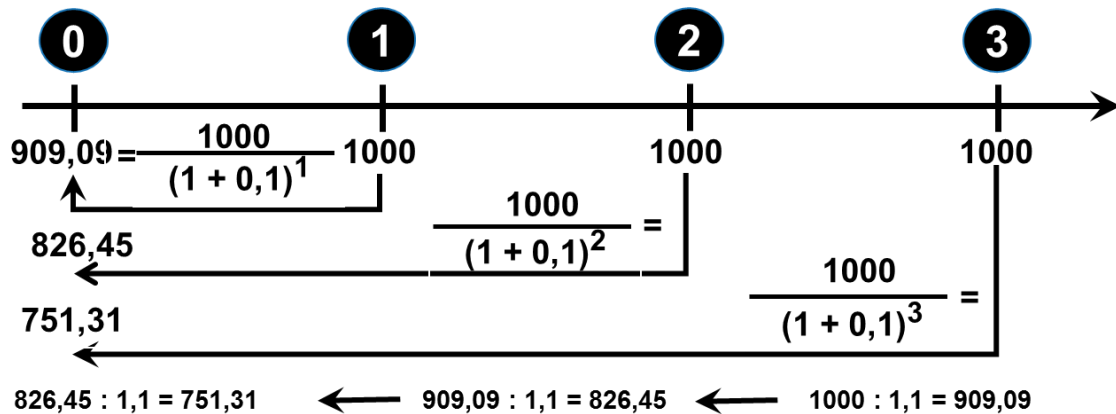


Рис. 2.5. Алгоритм визначення теперішньої вартості грошей за формулою складного відсотку

### 3. Види грошових потоків та методи їх оцінки

Грошові потоки, як результативний показник господарської діяльності підприємства, почали застосовувати з другої половини минулого століття. Нині у економічній теорії та практиці управління зарубіжних компаній він використовується значно ширше, ніж такі традиційні показники, як прибуток та активи. Звіт про рух грошових коштів є обов'язковим і невід'ємним елементом публічної фінансової звітності вітчизняних підприємств. Тому існує об'єктивна потреба його застосування в управлінні інвестиційною діяльністю підприємств.

Під грошовими потоками фінансова теорія розуміє сукупність розподілених у часі надходжень та виплат грошових коштів, що генеруються в процесі основної (поточної), інвестиційної та фінансової діяльності підприємства.

У сучасному інвестиційному менеджменті прийняття управлінських рішень та вибір кращої з можливих альтернатив здійснюється на основі аналізу грошових потоків. Грошовий потік об'єднує в собі різні види різнонаправленого руху грошових коштів, що зумовлює наявність різних груп його класифікації. Однак в контексті управління інвестиціями практичне значення мають лише окремі з них.

За сферами господарської діяльності відповідно виділяють наступні види грошових потоків: грошовий потік від операційної діяльності; грошовий потік від інвестиційної діяльності та грошовий потік від фінансової діяльності.

За методом обчислення обсягу виділяють: *валовий грошовий потік* – загальну суму надходжень або витрат грошових коштів за певний часовий період; *чистий грошовий потік* – різницю між позитивним і негативним грошовими потоками за певний часовий період.

Моделям оцінки дисконтованих грошових потоків відповідає їх поділ на

*теперішні (поточні)* – вартість грошового потоку майбутніх часових періодів, приведена за допомогою методу дисконтування до вартості початкового аналізованого періоду та *майбутні (кінцеві)* – вартість грошового потоку різних часових періодів, приведена за допомогою методу нарощування до вартості останнього (кінцевого) аналізованого періоду.

Важливе значення має поділ за спрямованістю їх руху. За цією класифікаційною ознакою виділяють *позитивний*, який характеризує суму надходжень грошових коштів від усіх сфер господарської діяльності підприємства та *негативний* грошовий потік, що визначається як загальна сума виплат грошових коштів підприємством у процесі здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства. Варто зазначити, що цей поділ має на увазі математичну формалізацію процесу, а не його змістову складову. І притоки, і відтоки грошових коштів в абсолютному значенні є лише позитивними.

Спрямованість грошових потоків як класифікаційна ознака, на наше переконання, має більш широке значення – вона дає можливість пояснити відмінність між фінансуванням та інвестуванням, які досить часто навіть у фаховій літературі ототожнюються або виступають як синоніми. З цього погляду фінансування – це серія грошових потоків, що починається з позитивного і закінчується негативним грошовим потоком. Такий грошовий потік має назву кредитного. Інвестування – це серія грошових потоків, що обов'язково починається з негативного грошового потоку. Грошовий потік такого типу називають інвестиційним.

Потоки бувають простими (ординарними) та неординарними. Потік називається *ординарним*, якщо він складається з вихідної інвестиції, зробленої одноразово або протягом декількох послідовних базових періодів, і наступних надходжень (притоків) грошових коштів. Якщо притоки грошових коштів чергуються у будь-якій послідовності з відтоком, то такий потік називається *неординарним*.

З точки зору часу надходження коштів поділяють потоки пренумерандо і постнумерандо. *Пренумерандо* – це потік, при якому надходження коштів очікуються на початку кожного часового періоду. *Постнумерандо* – грошовий потік, при якому надходження коштів очікуються в кінці кожного часового періоду. Схематично надходження коштів в обох випадках можна відобразити таким чином (рис. 2.6).

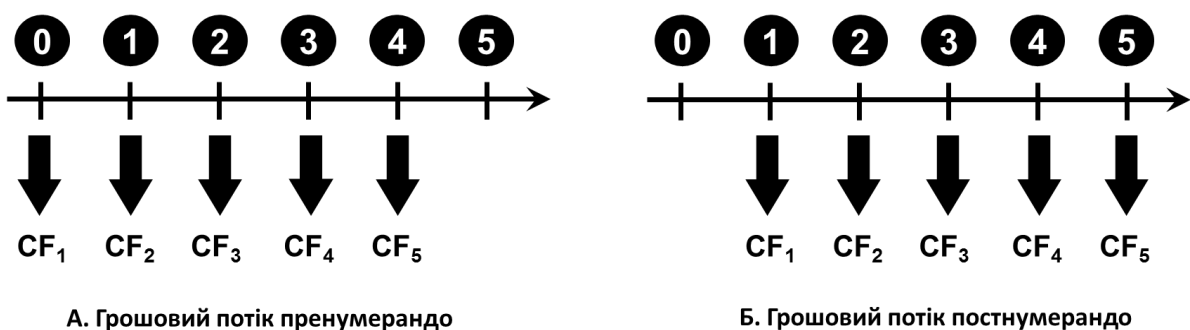


Рис. 2.6. Схема руху грошових потоків пренумерандо і постнумерандо

Оцінка грошового потоку також здійснюється шляхом приведення вартості елементів потоку до одного моменту часу за допомогою:

а) нарощування – визначення вартості потоку на конкретну дату в майбутньому;

б) дисконтування – визначення поточної вартості потоку коштів, очікуваних у майбутньому.

При оцінці грошових потоків необхідно враховувати наступні аспекти:

– аналіз потоку ведеться з позиції інвестора, який не накопичує отримані грошові кошти, а одразу ж інвестує їх з метою отримання додаткового доходу, тому завжди застосовується тільки схема складних відсотків;

– оцінка вартості приведеної до поточного або майбутнього моменту часу здійснюється шляхом дисконтування або нарощування не одиничного платежу, а кожного елемента потоку з урахуванням часу його надходження.

Розглянемо формули для визначення поточної та майбутньої вартості грошового потоку постнумерандо.

**Майбутня вартість грошового потоку постнумерандо** визначається як сума нарощених елементів потоку за формулою:

$$FV_{post} = \sum_{k=1}^n C_k (1+r)^{n-k} \quad (2.11)$$

де  $r$  – відсоткова ставка;

$k$  – порядковий номер надходження;

$n$  – номер часового періоду з моменту інвестування.

**Поточна вартість грошового потоку постнумерандо** розраховується шляхом підсумовування приведеної поточної вартості кожного елемента грошового потоку за формулою:

$$FV_{post} = \sum_{k=1}^n \frac{C_k}{(1+r)^k} \quad (2.12)$$

### Приклад 2.3.

Визначити суму коштів, яку доцільно інвестувати в кожен з двох аналізованих проектів, доходність яких становить 20% річних, а очікувані чисті грошові потоки по періодах реалізації (тис. грн):

	1-й період	2-й період	3-й період
1-ий проект	300	300	400
2-ий проект	100	200	700

Надходження від проектів в обох випадках очікуються в кінці кожного часового періоду їх реалізації. року відповідно

**Розв'язок:**

Визначимо майбутню вартість кожного грошового потоку методом нарощування:

$$FV_{post}(1) = 300 \times (1+0,2)^{3-1} + 300 \times (1+0,2)^{3-2} + 400 \times (1+0,2)^{3-3} = 432 + 360 + 400 = 1192 \text{ тис. грн.}$$

$$FV_{post}(2) = 100 \times (1+0,2)^2 + 200 \times (1+0,2)^1 + 700 \times (1+0,2)^0 = 144 + 240 + 400 = 1084 \text{ тис. грн.}$$

При однаковій сумі початкових інвестицій в проекти вигідніше перший проект, так як майбутня вартість потоку від цього проекту більше, ніж другого.

Визначимо теперішню вартість кожного грошового потоку методом дисконтування:

$$FV_{post}(1) = \frac{300}{(1+0,2)^1} + \frac{300}{(1+0,2)^2} + \frac{400}{(1+0,2)^3} = 250 + 208 + 231 = 689 \text{ тис. грн}$$

$$FV_{post}(2) = \frac{100}{(1+0,2)^1} + \frac{200}{(1+0,2)^2} + \frac{700}{(1+0,2)^3} = 83 + 138 + 405 = 626 \text{ тис. грн}$$

При однаковій сумі початкових інвестицій в проекти вигідніше перший з них, оскільки теперішня вартість його грошового потоку більша, ніж другого.

Порівняння грошових потоків постнумерандо та пренумерандо показує, що вартість потоку пренумерандо завжди більше вартості потоку постнумерандо на суму нарощеної вартості кожного елемента потоку за один часовий період. Тому для оцінки вартості потоку пренумерандо використовуються відповідним чином скориговані формули оцінки вартості грошового потоку постнумерандо.

**Майбутня вартість грошового потоку пренумерандо** може бути визначена за формулою:

$$FV_{pre} = \sum_{k=1}^n C_k (1+r)^{n-k+1} \quad (2.13)$$

або

$$FV_{pre} = \left[ \sum_{k=1}^n C_k (1+r)^{n-k} \right] \times (1+r) = FV_{post} \times (1+r) \quad (2.14)$$

**Теперішня вартість грошового потоку пренумерандо** визначається за формулою:

$$PV_{pre} = \sum_{k=1}^n \frac{C_k}{(1+r)^{k-1}} = PV_{post} \times (1+r) \quad (2.15)$$



Окремим випадком грошового потоку є анuitет. *Ануїтет* – це грошовий потік, усі елементи якого рівні за величиною, а надходження очікуються через рівні інтервали часу.

Для оцінки анuitету застосовуються формули оцінки грошового потоку, розглянуті раніше, проте завдяки рівності грошових надходжень вони істотно спрощуються, а коефіцієнти нарощування та дисконтування також табулюються.

Для визначення *майбутньої вартості анuitету* за схемою складного відсотку використовують формули:

$$FVA_{post} = A \times \frac{(1+r)^n - 1}{r} \quad (2.16)$$

та

$$FVA_{pre} = A \times \frac{(1+r)^n - 1}{r} \times (1+r) \quad (2.17)$$

де  $A$  – абсолютна величина періодичних рівновеликих виплат (анuitетів).

#### **Приклад 2.4.**

Щорічно на депозитний рахунок у банк робиться черговий внесок у розмірі 10 тис. грн. Банк нараховує на суму вкладу 20% річних. Визначити, яка сума буде на депозитному рахунку через 3 роки для внесків в кінці (постнумерандо) і на початку (пренумерандо) року:

#### **Розв'язок.**

$$FVA_{post} = 10 \times \frac{(1+0,2)^3 - 1}{0,2} = 36,4 \text{ тис. грн}$$

$$FVA_{pre} = 10 \times \frac{(1+0,2)^3 - 1}{0,2} \times (1+0,2) = 43,68 \text{ тис. грн}$$

Для визначення *теперішньої вартості анuitету* за схемою складного відсотку використовують формули:

$$PVA_{post} = A \times \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \quad (2.18)$$

та

$$PVA_{pre} = A \times \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \times (1+r) \quad (2.19)$$

### Приклад 2.5.

Власник земельної ділянки може продати її за 90 тис. грн., або здати її в оренду на десять років й отримувати 20 тис. грн орендної плати щорічно. Альтернативна вартість грошей на ринку 23%. Визначити теперішню вартість орендних платежів, які будуть надходити у кінці (постнумерандо) і на початку (пренумерандо) року, та визначити доцільність продажу земельної ділянки.

#### Розв'язок.

$$PVA_{post} = 20 \times \frac{1 - (1+0,23)^{-10}}{0,23} = 76,0 \text{ тис. грн}$$

$$PVA_{pre} = 20 \times \frac{1 - (1+0,23)^{-10}}{0,23} \times (1+0,23) = 93,46 \text{ тис. грн}$$

За проведеними розрахунками можна зробити висновок, що при надходженні орендної плати на початку року (пренумерандо) земельну ділянку вигідно здавати в оренду. Якщо ж орендні платежі надходять у кінці року (постнумерандо), то земельну ділянку краще продати.

## 4. Врахування інфляції та ризиків у інвестиційних розрахунках

В умовах інфляції ефективність інвестицій може істотно змінитися. Майбутні грошові потоки будуть відрізнятися не тільки купівельною спроможністю, але й термінами надходження, і якщо ймовірність ризику інфляції досить висока, то необхідно враховувати її вплив на прийняття інвестиційних рішень. Тому в інвестиційній практиці підприємств необхідно використовувати методи аналізу інвестицій, які враховували б коригувальний вплив інфляції, що з плином часу знецінює вартість грошових коштів.

*Інфляція* характеризується знеціненням національної грошової одиниці (тобто зниженням її купівельної спроможності) і загальним підвищенням цін у країні.

У фінансово-економічних розрахунках, пов'язаних з інвестиційною діяльністю, інфляція враховується в таких випадках:

- при коригуванні нарощеної вартості грошових коштів;
  - при формуванні ставки відсотка (з урахуванням інфляції), що використовується для нарощення та дисконтування;
  - при прогнозі рівня доходів від інвестицій, що враховують темпи інфляції.
- При кількісній оцінці інфляції використовують такі показники:
- *рівень* (або темп) *інфляції* ( $T_I$ );
  - *індекс інфляції* ( $I_I$ ).

Рівень інфляції показує, на скільки відсотків зростуть (чи зросли) ціни за аналізований період та розраховується за формулою:

$$T_I = \frac{\Delta B_B}{B_B} \times 100\% \quad (2.20)$$

де,  $B_B$  – вартість товарів базова;

$\Delta B_B$  – приріст базової вартість товарів за аналізований період.

У розрахунках  $T_I$  виражається переважно у десяткових дробах:

$$T_I = \frac{\Delta B_B}{B_B} \quad (2.21)$$

Сума, купівельна спроможність якої з урахуванням інфляції повинна відповідати купівельній спроможності суми  $B_B$ , дорівнюватиме:

$$B_I = B_B + \Delta B_B = B_B (1 + T_I) \quad (2.22)$$

Індекс інфляції  $I_I = 1 + T_I$  показує, у скільки разів зросли ціни за розглянутий період.

Співвідношення  $I_I = 1 + T_I$  характеризує взаємозв'язок між рівнем та індексом інфляції.

При розрахунках, пов'язаних з коригуванням грошових потоків у процесі інвестування з урахуванням інфляції, прийнято використовувати два основних поняття:

- номінальна вартість грошових коштів;
- реальна вартість грошових коштів.

*Номінальна вартість грошових коштів* не враховує зміни купівельної спроможності грошей.

*Реальна вартість грошових коштів* – це оцінка цієї суми з урахуванням зміни купівельної спроможності грошей у зв'язку з процесом інфляції.

Коригування нарощеної вартості з урахуванням індексу інфляції здійснюється за формулою:

$$FV_P = \frac{FV_H}{I_I} \quad (2.23)$$

де  $FV_P$  – реальна майбутня вартість грошей з урахуванням інфляції;

$FV_H$  – номінальна майбутня вартість грошей;

$I_I$  – індекс інфляції.

Тут передбачається, що темп інфляції зберігається по роках.

В умовах інфляції змінюються не тільки ціни на товари і послуги, але і процентні ставки по депозитах і кредитах, рівень прибутковості інвестицій.

У зв'язку з цим, для аналізу ефективності інвестицій використовуються такі поняття, як номінальні та реальні відсоткові ставки.

За визначенням, номінальна відсоткова ставка показує ставку доходності по інвестицій та зростання цієї суми за певний період часу у відсотках чи частках одиниці.

Реальна відсоткова ставка показує зростання купівельної спроможності інвестованих сум з урахуванням як номінальної відсоткової ставки, так і темпів інфляції, тобто характеризує зміну реальної вартості грошей.

Якщо  $r$  – номінальна ставка відсотка, яка враховує інфляцію, то розрахунок реальної суми грошей здійснюється за формулою:

$$FV_P = \frac{FV_H}{(1+T_I)^n} = FV_H \times \frac{(1+r)^n}{(1+T_I)^n} \quad (2.24)$$

Отже, номінальна вартість грошових коштів знижується в  $(1+T_I)^n$  рази відповідно до зниження купівельної спроможності грошей.

### **Приклад 2.6**

Нехай номінальна ставка відсотка з урахуванням інфляції становить 25%, а очікуваний темп інфляції в рік – 12%. Необхідно визначити реальну майбутню вартість інвестицій в обсязі 200,0 тис. грн. через 2 роки.

Підставляючи дані в формулу (2.24), отримуємо:

$$FV_P = 200,0 \times \frac{(1 + 0,25)^2}{(1 + 0,12)^2} = 249,12 \text{ тис. грн}$$

У загальному випадку при аналізі співвідношення номінальної ставки відсотка з темпом інфляції можливі три випадки:

- 1)  $r = T_I$ : нарощення реальної вартості грошових коштів не відбувається, так як приріст їх майбутньої вартості поглинається інфляцією;
- 2)  $r > T_I$ : реальна майбутня вартість грошових коштів зростає, незважаючи на інфляцію;
- 3)  $r < T_I$ : реальна майбутня вартість грошових коштів знижується, тобто процес інвестування стає збитковим.

Слід зазначити, що на показники ефективності інвестицій, в основному, впливає неординарність інфляції за видами продукції та ресурсів, а також перевищення рівня інфляції над зростанням курсу іноземної валюти. Однорідна інфляція впливає на показники ефективності інвестицій через зміну впливу запасів та заборгованостей, збільшення податків в результаті відставання амортизаційних відрахувань від тих, які відповідали б підвищенню цін на основні засоби, зміна умов надання позик та кредитів тощо.

Одним з важливих аспектів оцінки доцільності та ефективності інвестицій є питання врахування фактору невизначеності та ризику. Невизначеність – це ситуація в процесі прийняття управлінських рішень, пов'язана з недостатнім обсягом інформації про стан та динаміку зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства, при яких відбувається реалізація його інвестиційної діяльності, що генерує певні види інвестиційних ризиків.

Під *інвестиційним ризиком* розуміють ймовірність виникнення не передбачуваних фінансових втрат (зниження прибутку, доходів, втрати капіталу тощо) в ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності.

В процесі інвестиційної діяльності на підприємство впливають ризики внутрішнього і зовнішнього середовища. Не всі ризики мають негативний вплив. Іноді ризики можуть мати і позитивний вплив на фінансово-економічні результати його діяльності. Реалізація таких можливостей передбачає готовність менеджменту підприємства до даних ризиків та розробки ефективної інвестиційної стратегії, яка передбачає максимально точно розраховані величини ймовірних ризиків.

Для ефективного управління інвестиційними ризиками необхідно провести реалізацію декількох послідовних етапів:

- сформуванати класифікацію ризиків відповідно до специфіки інвестиційної діяльності, яка реалізується на даному підприємстві;
- провести аналіз та оцінку ризиків за допомогою якісних і кількісних методів вимірювання ризику;
- оцінити поточний і прогнозований рівень ризику;
- розробити стратегію управління ризиками підприємства.

У практичній діяльності підприємства існує досить широке коло різноманітних ризиків, пов'язаних не лише з невизначеністю, а й з широтою прояву економічної природи різних явищ та процесів, відсутністю достатньо повного уявлення про причинно-наслідкові взаємозв'язки між їх структурними елементами тощо. Практична значимість чіткої ідентифікації окремих видів ризиків обумовила необхідність їх класифікації за окремими групами. В спеціальній літературі запропонована значна кількість групування інвестиційних ризиків за різними класифікаційними ознаками. Одна з них, що включає найбільш суттєві класифікаційні ознаки, наведена на рис. 2.7.

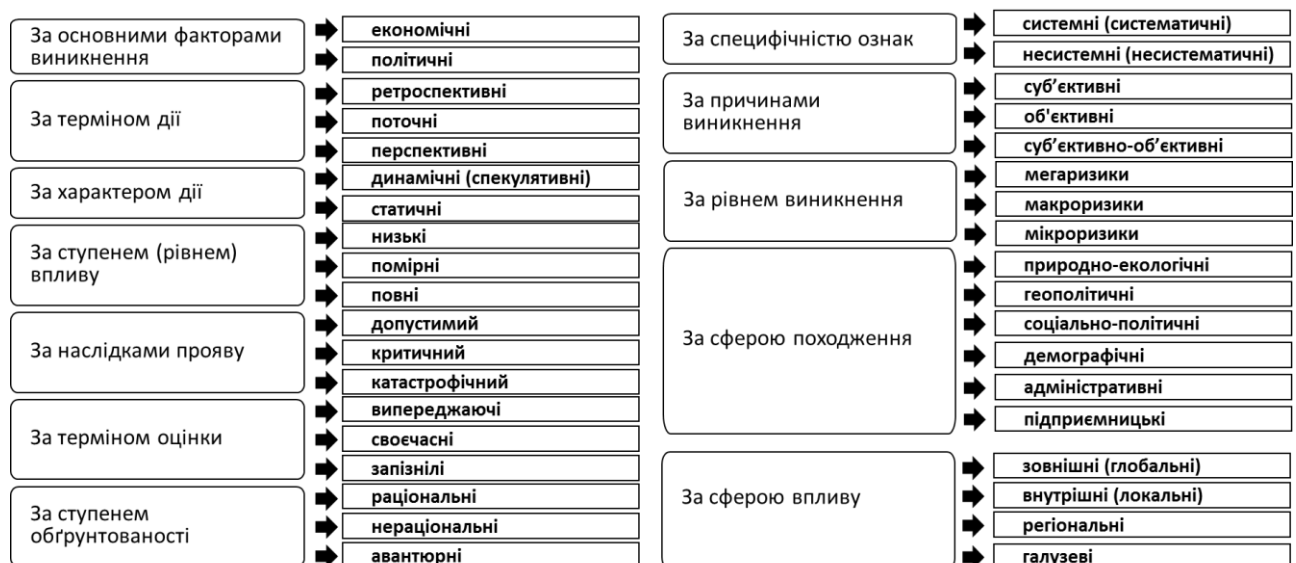


Рис. 2.7. Основні групи класифікації інвестиційних ризиків

Кількісним виразом негативних наслідків інвестиційних ризиків, як правило, виступають певні види економічних втрат. В процесі оцінки можливих

втрат від здійснення інвестиційної діяльності використовуються абсолютні та відносні її показники. Абсолютний розмір фінансових втрат є сумою збитків, спричинених інвестору у зв'язку із настанням несприятливих обставин, характерних для даного ризику. Відносний розмір фінансових втрат є відношенням суми збитку до обраного базового показника (наприклад сумі очікуваного доходу від інвестицій або сумі інвестованого капіталу).

Оцінка рівня окремих видів інвестиційних ризиків може здійснюватися трьома основними методами: а) економіко-статистичними; б) експертними та в) аналоговими.

До складу економіко-статистичних методів включають наступні показники.

**Рівень інвестиційного ризику**, який визначається добутком ймовірності інвестиційного ризику та суми фінансових втрат, можливих при настанні ризикової події за формулою:

$$P_{IP} = \check{Y}_{IP} \times P_{ФВ}, \quad (2.25)$$

де  $P_{IP}$  – рівень інвестиційного ризику;

$\check{Y}_{IP}$  – ймовірність виникнення даного ризику, що виражається одним з коефіцієнтів ймовірності (коефіцієнтом варіації, бета-коефіцієнтом);

$P_{ФВ}$  – розмір можливих фінансових втрат від настання цього ризику.

**Середньоквадратичне відхилення** є найпоширенішим показником оцінки рівня інвестиційних ризиків. Розрахунок цього показника дозволяє визначити коливання очікуваних доходів від різних інвестицій:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n (D_t - \bar{D})^2 \cdot p_t}, \quad (2.26)$$

де  $n$  – кількість спостережень;

$t$  – номер періоду;

$D_t$  – розрахунковий дохід за проектом при різних значеннях кон'юнктури;

$\bar{D}$  – середній очікуваний дохід за проектом;

$p_t$  – значення ймовірності, що відповідає розрахунковому доходу.

**Коефіцієнт варіації** дозволяє визначити рівень ризику, якщо показники середніх очікуваних доходів відрізняються між собою. Розрахунок коефіцієнта варіації здійснюється за формулою:

$$V = \frac{\sigma}{\bar{D}}. \quad (2.27)$$

При порівнянні рівнів ризику за окремими інвестиційними проектами перевагу слід надавати тому з них, за яким значення коефіцієнту варіації є найнижчим, що свідчить про найкраще співвідношення ризику і доходу.

**$\beta$ -коефіцієнт** дозволяє оцінити ризик індивідуального інвестиційного проекту відносно рівня ризику інвестиційного ринку в цілому. Цей показник використовується в основному для аналізу ризикованості вкладень в окремі цінні папери (порівняно з систематичним ризиком фондового ринку). Розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\beta = \frac{\sigma_{цп}}{\sigma_{фр}} \times r \quad (2.28)$$

де  $\sigma_{цп}$  – середньоквадратичне відхилення доходності по індивідуальному виду цінних паперів;

$\sigma_{фр}$  – середньоквадратичне відхилення доходності по фондовому ринку в цілому;

$r$  – кореляція між доходом від індивідуального виду цінних паперів та середнім рівнем доходності фондових інструментів у цілому.

Рівень ризику окремих цінних паперів визначається на базі таких значень коефіцієнта:

Значення $\beta$ -коефіцієнта	Рівень ризику цінного паперу
$\beta = 1$	середній
$\beta > 1$	високий
$\beta < 1$	низький

Експертні оцінки представляють методи проведення аналізу інвестиційних проектів досвідченими експертами з подальшою виробленням ними експертних висновків в рамках, поставлених перед ними завдань дослідження, сформульованих у формі звітів або заповнених таблиць числових і символічних даних, що містять в собі кількісні, якісні та інші оцінки об'єкта дослідження. Дані методи досить популярні в сфері інноваційно-інвестиційної діяльності, тому що для інноваційних проектів в силу їх наукової новизни неможливо зібрати для дослідження і проведення статистичного аналізу при оцінці ризику достатнього обсягу даних. Крім того, методи експертних оцінок дозволяють інтегрувати досвід і знання кількох фахівців,

Експертна оцінка ризиків здійснюється і тоді, коли у інвестора відсутні необхідні статистичні або нормативні дані для розрахунку вищенаведених показників або інвестиційний проект не має аналогів. Опитування слід орієнтувати на окремі види ризиків, характерних для даного інвестиційного проекту.

Результати оцінки ризиків дозволяють кількісно оцінити їхні рівні. В цих цілях використовують такі критерії оцінки:

**Безризикові** інвестиції – короткострокові державні облігації.

**Інвестиції з рівнем прийняттого ризику** – можливість втрати всієї суми очікуваного чистого прибутку по проекту.

**Інвестиції з рівнем критичного ризику** – можливість втрати не лише прибутку, але й всієї суми розрахункового валового доходу по проекту.

**Інвестиції з рівнем катастрофічного ризику** – можливість втрати всіх активів інвестора внаслідок банкрутства.

Граничним значенням ймовірності ризику фінансових втрат при інвестиціях за експертною оцінкою вважається:

для інвестицій з рівнем прийняттого ризику – 0,1;

для інвестицій з рівнем критичного ризику – 0.01;

для інвестицій з рівнем катастрофічного ризику – 0,001.

Тобто, інвестиційний проект буде відхилено, якщо в 1 випадку з 10 по ньому може бути втрачено увесь прибуток, в 1 випадку зі 100 – увесь валовий дохід; в 1 випадку з 1000 – втрачені всі активи внаслідок банкрутства.

Аналогові методи оцінки рівня інвестиційного ризику дозволяють визначити рівень ризиків за окремими найбільш масовими інвестиційними операціями підприємства. Для цього може бути використаний як власний, так і зовнішній досвід здійснення таких інвестиційних операцій.

У спеціальній науковій літературі запропоновано кілька методів врахування ризику у процесі оцінці ефективності інвестицій. Найбільш поширеними серед них є метод коригування норми дисконту та метод достовірних еквівалентів.

*Метод коригування норми дисконту (кумулятивний метод)* передбачає коригування деякої базової безризикової норми доходності на так звану «премію за ризик», що включає узагальнену кількісну оцінку всіх видів ризиків, що асоціюються з оцінюваним інвестиційним проектом. Для визначення величини премії за ризик можуть використовуватися різні методи оцінки величини ризику. На практиці найбільшого поширення набули статистичні економіко-статистичні та експертні методи оцінки. При цьому рекомендується використовувати у якості розрахункового періоду, за який здійснюється дисконтування грошових потоків, лише момент завершення розрахунків ефективності. Стосовно чисельних значень премії за ризик існують різні підходи. Однак найчастіше використовують аналоги чи рекомендації експертів.

*Методу достовірних еквівалентів (коефіцієнтів визначеності, коефіцієнтів достовірності)* передбачає коригування не норми дисконту, а очікуваних значень грошових потоків шляхом множення їх на спеціальні понижуючі коефіцієнти (коефіцієнти достовірності або коефіцієнти визначеності). Для визначення цих коефіцієнтів запропоновано використовувати різні розрахункові методи. Однак відсутність достатньої інформації при використанні цих формальних методів може призвести до сурогатних значень величини грошових потоків, обґрунтованість яких залишатиметься сумнівною. Тому експертні методи оцінки для цих цілей видаються більш прийнятними.



## Питання для самоконтролю

1. У чому полягає сутність часової вартості грошей?
2. Що таке майбутня вартість грошей? Для чого вона визначається?
3. Що таке теперішня вартість грошей? Для чого вона визначається?
4. Що таке дисконтування грошових коштів? Чому його необхідно використовувати при проведенні інвестиційних розрахунків?
5. Які методи визначення простого відсотка ви знаєте?
6. Що таке методи визначення складного відсотка?
7. Що таке грошовий потік та його основні ознаки?
8. Які основні складові грошового потоку?
9. Що таке вхідний грошовий потік та які його основні характеристики?
10. Що таке вихідний грошовий потік та які його основні характеристики?
11. Що таке фінансова рента та які її основні параметри?
12. Що таке анuitет? Для чого він визначається?
13. Чому необхідно враховувати інфляцію при оцінці ефективності інвестиційних вкладень?
14. Що таке інвестиційний ризик?
15. За якими критеріями проводиться класифікація інвестиційних ризиків?
16. Які методи вимірювання інвестиційних ризиків використовуються на практиці?
17. Які методи зниження інвестиційних ризиків?
18. Які існують методи врахування інфляції при оцінці ефективності інвестиційних вкладень?

## Тестові завдання

1. Концепція оцінки вартості грошей у часі передбачає, що вартість грошей з плином часу змінюється з урахуванням:
  - а) норм прибутку на грошовому ринку;
  - б) інфляції;
  - в) ліквідності;
  - г) **всі положення, зазначені у пунктах а – в.**
2. Визначення сучасної, приведеної до теперішнього часу величини нарощеної суми капіталу – це:
  - а) анuitет;
  - б) **дисконтування;**
  - в) інвестування;
  - г) компаундування.
3. Концепцію вартості грошей у часі найбільш точно відображає таке положення:
  - а) гроші сьогодні мають меншу вартість, ніж така ж їх сума в майбутньому;

- б) гроші не втрачають свою вартість через інфляцію;
- в) гроші сьогодні мають більшу вартість, ніж така ж їх сума в майбутньому;**
- г) вартість грошей змінюється через дію часового фактору.

#### 4. Чистий грошовий потік відображає:

- а) всю сукупність надходжень або витрат коштів на підприємстві;
- б) сукупність виплат коштів підприємством у процесі здійснення усіх видів його господарських операцій;
- в) різницю між сукупним надходженням і сукупним вибуттям коштів;**
- г) сукупність надходжень коштів на підприємство від усіх видів господарських операцій.

5. Сума, в яку перетворюються через певний період часу з урахуванням певної відсоткової ставки інвестовані сьогодні (у теперішній час) кошти – це:

- а) відсоткова ставка;
- б) теперішня вартість грошей;
- в) нарощена сума;
- г) майбутня вартість грошей.**

6. Сума майбутніх грошових надходжень, зведених з урахуванням певної відсоткової ставки до теперішнього (поточного) періоду – це:

- а) теперішня (поточна) вартість грошей;**
- б) нарощена сума;
- в) майбутня вартість грошей;
- г) відсоткова ставка.

7. Відсотки, що нараховуються на початкову суму інвестованих коштів протягом всього періоду нарахування – це:

- а) складні відсотки;
- б) нарощена сума;
- в) прості відсотки;**
- г) депозит.

#### 8. Складний відсоток – це:

- а) дохід, який нараховується в кінці терміну використання капіталу
- б) дохід, який нараховується в кожному інтервалі, не виплачується інвестору, а приєднується до основної суми капіталу, в наступному платіжному періоді сам генерує дохід;**
- в) величина, яка відображає інтенсивність нарахування відсотків;
- г) величина, яка відображає реальну ставку доходу, скориговану на інфляцію та ризик.

**9. Збільшення початкової суми грошей шляхом додавання до неї суми відсотків, нарахованих за відповідною відсотковою ставкою – це:**

- а) перевищення;
- б) нарахування;
- в) сплата відсотків;
- г) нарощування.**

**10. Відсоткова ставка – це:**

- а) величина, яка відображає нарахування інвестицій;
- б) дохід від надання капіталу у різних формах;**
- в) величина, яка відображає інтенсивність нарахування відсотків;
- г) проміжок часу, за який нараховуються відсотки.

**11. Ефективна відсоткова ставка – це:**

- а) річна ставка складних відсотків, яка забезпечує отримання максимального доходу на вкладений капітал;
- б) різниця між річною ставкою складних і простих відсотків;
- в) річна ставка простих відсотків, яка забезпечує отримання максимального доходу на вкладений капітал;
- г) річна ставка складних відсотків, яка за річний період часу дає той самий фінансовий результат, що й при нарахуванні відсотків декілька разів за цей же період.**

**12. Для розрахунку майбутньої вартості грошей використовують формулу складних відсотків:**

- а)  $PV = FV \times (1 + r)^{-n}$ ;
- б)  $PV = FV : (1 + r)^{-n}$ ;
- в)  $FV = PV \times (1 + r)^{-n}$ ;**
- г)  $FV = PV \times (1 + n \times r)$

**13. Формула  $PV = FV \times (1 + r)^{-n}$  використовується для розрахунку:**

- а) майбутньої вартості грошей при нарахуванні відсотків один раз протягом року;
- б) теперішньої вартості грошей при нарахуванні відсотків один раз протягом року;**
- в) майбутньої вартості грошей при безперервному нарахуванні відсотків;
- г) теперішньої вартості грошей при безперервному нарахуванні відсотків.

**14. Нарощення вартості (компаундінг) – це:**

- а) розрахунок теперішньої вартості грошей при нарахуванні складних відсотків один раз на року;
- б) визначення річної ставки складних відсотків, яка забезпечує отримання максимального доходу на вкладений капітал;
- в) визначення річної ставки відсотків, яка включає премію за інфляцію та премію за ризик;

г) приведення теперішньої вартості грошей до їх майбутньої вартості у визначеному періоді шляхом приєднання до їх початкової суми нарахованих процентів.

**15. Відношення індексу цін поточного періоду до індексу цін попереднього періоду у відсотках за вирахуванням бази індексу – це:**

- а) індекс цін;
- б) інфляція;
- в) темп зростання цін;**
- г) дефляція.

**16. Темп інфляції характеризує:**

- а) відношення рівня цін в певному періоді до рівня цін базового періоду;
- б) розмір знецінення грошей у визначений період, що виражається приростом середнього рівня цін у відсотках до їх номіналу на початок періоду;**
- в) величину збільшення купівельної спроможності грошей;
- г) відношення абсолютного приросту споживчих цін до їх величини на кінець оцінюваного періоду.

**17. Індекс інфляції характеризує:**

- а) розмір знецінення грошей у визначений період, що виражається приростом середнього рівня цін у відсотках до їх номіналу на початок періоду;
- б) абсолютний приріст цін у певному періоді;
- в) загальний ріст рівня цін у визначеному періоді, який визначається шляхом сумування їх базового рівня на початок періоду (приймається за одиницю) і темпу інфляції в даному періоді;**
- г) величину збільшення купівельної спроможності грошей.

**18. Еквівалентні відсоткові ставки – це:**

- а) дві рівні між собою відсоткові ставки;
- б) дві різні відсоткові ставки, використання яких за однакових умов угоди приведе до одного і того ж фінансового результату;**
- в) дві відсоткові ставки, одна з яких скоригована на величину передбачуваної інфляції;
- г) дві відсоткові ставки, одна з яких враховує чинник ризику.

**19. Реальна ставка доходності – це:**

- а) відсоткова ставка, яка враховує фактор ризику;
- б) найбільша з можливих у конкретних економічних умовах відсоткова ставка;
- в) відсоткова ставка, за якою підприємствам надаються банківські кредити;
- г) відсоткова ставка, яка враховує фактор інфляції.**

**20. Інструменти оцінки рівня фінансового ризику включають:**

- а) економіко-статистичні методи;

- б) експертні;
- в) аналогові;
- г) **всі перераховані методи.** □

## **Тема 3**

### **Інвестиційний ринок: його оцінка та прогнозування**

1. Поняття інвестиційного ринку. Класифікація та характеристика сегментів інвестиційного ринку.
2. Інвестиційний клімат та методи його дослідження.
3. Методи аналізу поточної кон'юнктури інвестиційного ринку.
4. Інвестиційна привабливість та методи її оцінки.

#### **1. Поняття інвестиційного ринку. Класифікація та характеристика сегментів інвестиційного ринку**

В умовах ринкової економіки інвестиційна діяльність є результатом вільного вибору певної форми економічної поведінки юридичних та фізичних осіб – учасників інвестиційного процесу. У цьому контексті інвестиційний ринок виступає окремим інститутом загальної системи економічних відносин, який забезпечує кооперацію, взаємодію та конкуренцію суб'єктів інвестиційної діяльності на основі інвестиційного попиту та інвестиційної пропозиції специфічних видів товарів та послуг.

Активна роль інвестиційного ринку у забезпеченні позитивної динаміки економічної діяльності на макро- та мікроекономічному рівні обумовлюють те, що він постійно знаходиться в центрі уваги широкого кола представників як академічної науки, так і господарської практики. Однак однозначної інтерпретації економічного змісту поняття «інвестиційний ринок» поки що не визначено.

У літературі та економічній практиці багатьох зарубіжних країн під інвестиційним ринком, як правило, розуміють фондовий ринок, оскільки різні види цінних паперів, які обертаються на цьому ринку, є основним інструментом інвестування капіталу як інституціональних, так і індивідуальних інвесторів. У нашій країні досить низький рівень розвитку фондового ринку. Тому домінуючим напрямком інвестиційної діяльності підприємств є реальне інвестування у формі капітальних вкладень. У зв'язку з цим інвестиційний ринок розглядається переважно як ринок капітальних товарів (виробничо-технологічного обладнання, будівельних матеріалів, конструкцій, устаткування тощо) та інвестиційних послуг (будівельно-монтажних робіт). І перша, і друга інтерпретації не можна визнати повними. Кожна з них відображає лише певну частину всього різноманіття інвестиційних процесів, явищ, об'єктів та суб'єктів інвестиційної діяльності, яких інтегрує інвестиційний ринок.

У багатьох наукових роботах, у тому числі й в навчально-методичній літературі, інвестиційний ринок визначається з позиції переліку або характеристики його структурних складових. Разом з тим, існує чимало публікацій, в яких він визначається на більш високому рівні теоретичних узагальнень. Так, А.А. Пересада визначає, що «інвестиційний ринок – це

економічна категорія, що являє собою збалансованість попиту та пропозиції на інвестиції» та «...система, що включає: суб'єктів (інвесторів, підрядників, замовників, проектні та науково-дослідні організації тощо); об'єкти (матеріальні та нематеріальні), інфраструктуру ринку (банки, біржі, пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди, консалтингово-інжинірингові фірми, суд, арбітраж тощо); ринковий механізм; контроль з боку держави»<sup>1</sup> [ ].

С.Р. Москвін під інвестиційним ринком розуміє сукупність економічних та правових відносин, що складаються між інвесторами та / або учасниками інвестиційної діяльності щодо інвестиційних активів (корпоративних прав, фінансових інструментів, основних засобів, нематеріальних активів)<sup>2</sup> [ ]. Є.А. Поліщук інтерпретує його як середовище, де виникають суспільно-економічні відносини між суб'єктами господарювання з приводу купівлі та продажу інвестиційних товарів і надання інвестиційних послуг за встановленими цінами в усіх формах інвестування»<sup>3</sup> [ ].

Таким чином, *інвестиційний ринок* – це сформована існуючими економічними умовами та формами державного регулювання система відносини між суб'єктами господарювання з приводу купівлі-продажу інвестиційних ресурсів, товарів та інструментів, а його характерними елементами виступають попит, пропозиція та ціна.

Економічна природа інвестиційного ринку та роль в економіці держави проявляється в його функціях. До них відносять:

- приведення в активний стан тимчасово вільного капіталу з різноманітних джерел його формування;
- розподіл накопиченого капіталу між численними кінцевими споживачами (галузями, регіонами та суб'єктами господарювання);
- визначення пріоритетних напрямків та форм використання розподіленого капіталу в інвестиційній сфері;
- забезпечення ринкових цін по окремих інвестиційних операціях;
- забезпечення посередництва між продавцями та покупцями інвестиційних товарів, інструментів та послуг;
- акселерація обороту акумульованого капіталу в контексті забезпечення активізації макроекономічних процесів.

Інвестиційний ринок – це узагальнююче поняття. В залежності від існуючих у країні економічних умов, а також від форм та методів державного регулювання інвестиційної діяльності, формується відповідна система окремих видів інвестиційних ринків. Найбільш загальна систематизація сучасних інвестиційних ринків включає в себе ринок об'єктів реального інвестування та ринок об'єктів фінансового інвестування (рис. 3.1). Така класифікація підпорядкована завданням здійснення аналізу стану та динаміки інвестиційного ринку та прогнозування його розвитку у розрізі окремих сегментів. Це дає

<sup>1</sup> Пересада А.А. Інвестиційний процес в Україні / А.А. Пересада. – К.: Видавництво Лібра, 1998. –392 с.

<sup>2</sup> Москвін С.Р. Інвестиційний ринок України: передумови та проблеми формування у контексті світової фінансової кризи / С.Р. Москвін // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 3. – С.8-13.

<sup>3</sup> Поліщук Є.А. Інвестиційний ринок як сфера діяльності суб'єктів господарювання / Є.А. Поліщук // Формування ринкової економіки: зб. наук, праць. – Вип. №25. – К.: КНЕУ, 2011. – С 406-415.

можливість інвестору своєчасно виявити найбільш привабливі об'єкти інвестування капіталу.

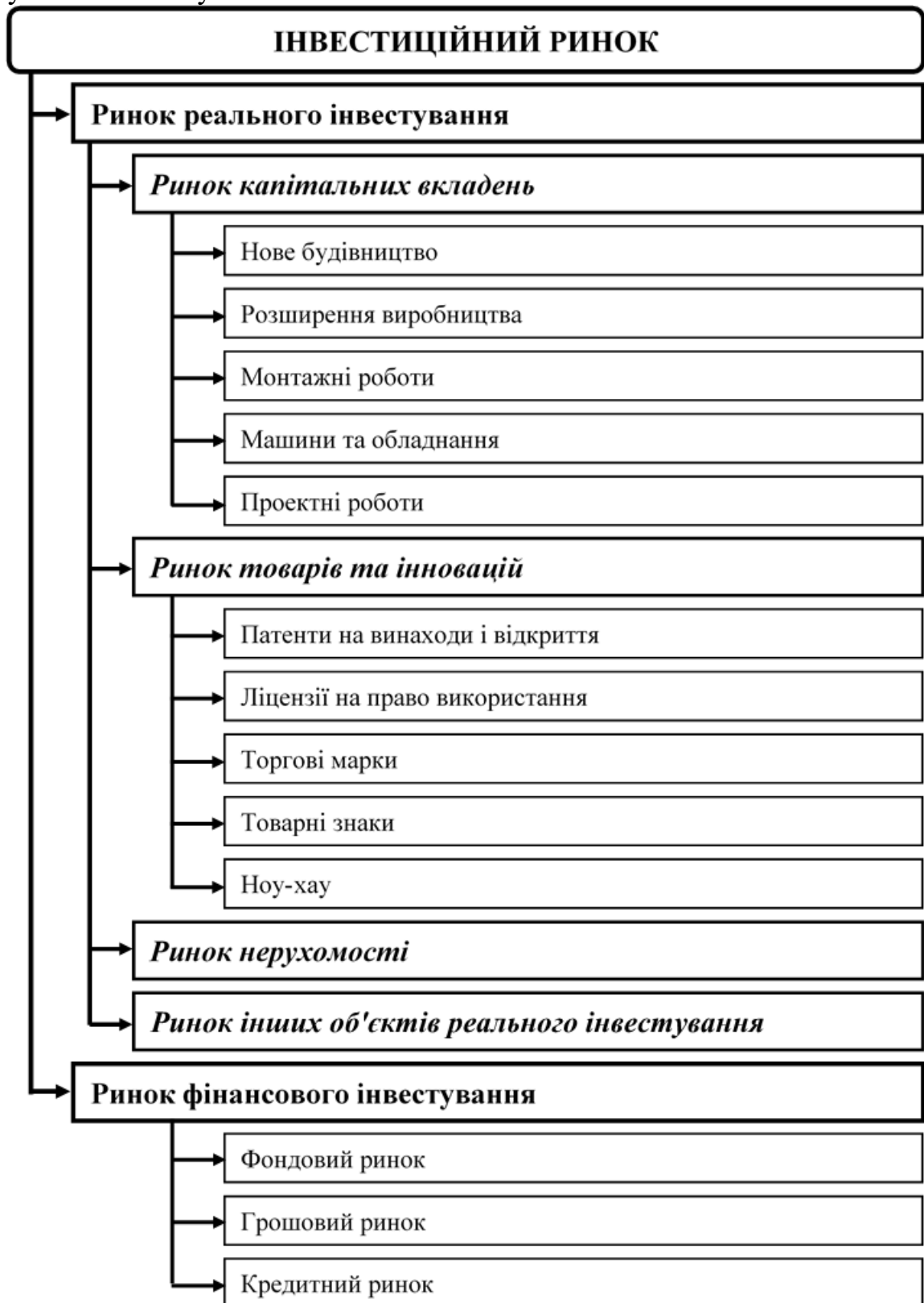


Рис. 3.1. Структура інвестиційного ринку

Джерело: <sup>4</sup> [ ]

<sup>4</sup> Кайдаш О. В. Особливості організації інвестиційного ринку в Україні / О. В. Кайдаш // Науковий вісник Ужгородського національного університету. – 2018. – Випуск 17, частина 1. – С. 113-118.



Слід зазначити, що всі складові інвестиційного ринку взаємопов'язані та взаємозалежні. Кожна складова відіграє важливу роль в функціонуванні всієї системи. Крім того, аналіз кожної складової інвестиційного ринку є основою вивчення ринкової кон'юнктури необхідно інвесторам для прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень та зниження можливих ризиків втрати інвестованого капіталів.

Розглянемо короткі характеристики найбільш суттєвих сегментів інвестиційного ринку. У складі **ринку реального інвестування** можна виділити ринки капітальних вкладень, товарів та інновацій, нерухомості та інших об'єктів реального інвестування.

*Ринок капітальних вкладень* – це певний набір механізмів, що дозволяє інвестору створити (придбати) довгострокові матеріальні активи, які виступають ключовим елементом матеріально-технічної бази його економічної діяльності. Він включає такі форми інвестування як нове будівництво, розширення (модернізація) виробництва, будівельно-монтажні роботи, закупівлю машини та обладнання, фінансування вишукувальних та проектних робіт тощо.

*Ринок товарів та інновацій* представляє собою сукупність механізмів, пов'язаних з формуванням довгострокових нематеріальних активів, які дозволяють реалізувати у економічній діяльності інвестора актуальні досягнення науково-технічного прогресу і забезпечують досягнення прийняттого рівня його конкурентоспроможності у динамічному ринковому середовищі. На цьому ринку об'єктами купівлі-продажу виступають патенти на винаходи і відкриття, ліцензії на право використання об'єктів інтелектуальної власності, торгові марки, товарні знаки, ноу-хау тощо.

Варто зазначити, що деякі автори ринок інновацій вилучають зі складу ринку реального інвестування. Вони визначають його як окремий сегмент загального інвестиційного ринку. Такий підхід має право на існування, однак варто зазначити, що в багатьох економічно розвинених країнах на його частку припадає понад 70% загального обсягу реального інвестування.

*Ринок нерухомості* – це система механізмів, за допомогою яких забезпечується перерозподіл прав власності на уже створені матеріальні активи та різні просторові форми землекористування.

*Ринок інших об'єктів реального інвестування* – це комплекс механізмів, які дозволяють здійснювати операції з інвестиціями у дорогоцінні метали та каміння, колекційні предмети (живопис, скульптура, вироби декоративно-прикладного мистецтва, нумізматичні цінності, антикваріат тощо) інші матеріальні цінності, що зберігаються значний час.

Досить тривалий час до складу ринку реального інвестування в Україні включали ринок об'єктів, які приватизуються. Його поява була пов'язана з початком приватизації державних підприємств і включала об'єкти, що продавались на приватизаційних аукціонах чи конкурсах, або повністю викупалися трудовими колективами за приватизаційні сертифікати та грошові кошти. Нині цей сегмент реального інвестування втратив домінуюче значення і його частка постійно знижується.

**Ринок фінансового інвестування** включає такі сегменти як фондовий, грошовий та кредитний ринок.

*Фондовий ринок* представляє собою сукупність механізмів, пов'язаних з емісією, розміщенням, обігом (купівлею-продажом) та обліку цінних паперів.

*Грошовий (монетарний) ринок* – це система механізмів, за допомогою яких під впливом попиту і пропозиції здійснюється переміщення (розподіл та перерозподіл) специфічного товару – грошей. Окремі автори його включають до сегменту кредитного ринку, на якому надаються позики на дуже короткий час.

*Кредитний ринок* – це певний набір механізмів, що забезпечує здійснення спеціалізованими кредитними інституціями (банками чи іншими кредитними установами) операцій по наданню у позику капітал на умовах платності та повернення.

В літературі зустрічається й інша модифікація структуризації інвестиційного ринку (табл. 3.1).

Таблиця 3.1.

## Структура і головні елементи інвестиційного ринку

Об'єкти ринку	Суб'єкти ринку		
	Продавці	Посередники	Покупці
Інвестиційні проекти і програми	Фірми, проектні і технологічні організації, державні установи	Інвестиційні банки, інвестиційні компанії і фонди, консультаційні фірми, виставки, ярмарки	Інвестори (банки, страхові компанії, фірми, державні установи, населення)
Цінні папери, інвестиційні кредити	Банки, фонди, фірми	Фондові біржі	Інвестори (акціонери, фірми, банки, населення)

Джерело:<sup>5</sup> [ , с. 8].

Складна система економічних відносин на інвестиційному ринку забезпечує взаємозв'язки та взаємодію його суб'єктів (рис. 3.2).

<sup>5</sup> Реверчук С.К. Управління і регулювання банківською інвестиційною діяльністю: наукова монографія / С.К. Реверчук, Л.Г. Кльоба, М.Б. Паласевич. – Львів: Тріада плюс, 2007. – 352 с.

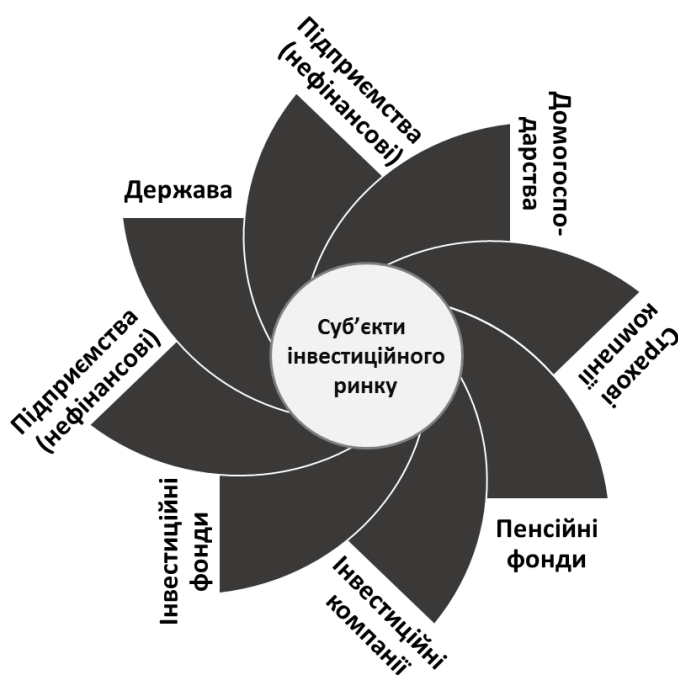


Рис. 3.2. Основні суб'єкти інвестиційного ринку

Необхідною умовою нормального функціонування інвестиційного ринку є його *інфраструктура*, що включає в себе фізичних або юридичних осіб, які обслуговують інвестиційний процес і забезпечують взаємовідносини між основними суб'єктами інвестиційного ринку (кредитні установи, страхові компанії, лізингові фірми, консалтингові, інжинірингові фірми).

## 2. Інвестиційний клімат та методи його дослідження

Важливим чинником розвитку інвестиційної діяльності на макро- та мікроекономічному рівні виступає інвестиційний клімат. Під *інвестиційним кліматом* розуміють сукупність політичних, економічних, соціальних, фінансових та інфраструктурних факторів, які формують рівень привабливості та величину ризику інвестиційного ринку окремої галузі, регіону чи країни. Отже, інвестиційний клімат представляє собою дуже складне та багатовимірне явище, правильна оцінка різних складових якого дозволяє визначити рівень інвестиційного ризику, доцільність та привабливість інвестування.

Від того, наскільки сприятливий інвестиційний клімат, залежить інвестиційна активність та динаміка інвестування підприємств окремих галузей чи регіонів. Кожен інвестор оцінює інвестиційний клімат за власними категоріями. При цьому досвід, знання, особисті уподобання та інші чинники суб'єктивного характеру відіграють важливу роль у прийнятті управлінських інвестиційних рішень. Разом з тим, в питанні оцінка інвестиційного клімату важливе значення має можливість кількісно оцінити окремі параметри інвестиційного клімату.

В процесі проведення оцінки інвестиційного клімату головною проблемою для інвестора постає отримання повної та достовірної інформації, на основі якої

він може обґрунтовано вирішити куди, на який термін, в якому обсязі і якій формі йому вигідніше та безпечніше вкласти свої інвестиційні ресурси. Для отримання такої інформації необхідно провести поглиблене передінвестиційне дослідження на основі оптимального вибору методичного інструментарію оцінки об'єкта, що включає й оцінку ключових чинників формування інвестиційного клімату та прогнозування їх перспективної динаміки.

На інвестиційний клімат впливає широке коло як економічних, так і неекономічних чинників. Для їх оглядовості та активного використання у процесі аналізу та оцінки доцільності інвестування в окремі об'єкти та регіони у науковій літературі запропоновано чимало критерії класифікації чинників, які впливають на інвестиційний клімат. Залежно від завдань та специфіки об'єкту дослідження може обиратися та чи інша система класифікації. Однак, серед ключових факторів впливу можна виділити сприятливі та несприятливі, швидкоплинні та повільноплинні, прогнозовані і непередбачувані, зовнішні та внутрішні тощо. Основні чинники, які можуть бути віднесені до цих класифікаційних груп, наведено на рис. 3.3. При цьому варто зазначити, що окремі з наведених чинників не обов'язково відносяться лише до одної класифікаційної групи, а можуть включатися до кількох з них.

Якісна характеристика окремих груп чинників дає інвестору загальне уявлення про інвестиційний клімат та можливість визначитись з необхідністю подальших досліджень щодо доцільності інвестування. Для таких досліджень важливе значення мають кількісні характеристики інвестиційного клімату галузей та регіонів, які дозволяють структурувати та узагальнити рівень їх інвестиційної привабливості. Вона інтегрує в собі такі важливі аспекти інвестиційної діяльності як інвестиційний потенціал, інвестиційна активність, інвестиційні ризики та її результативності.

В практиці інвестиційної діяльності використовуються різні методики оцінки інвестиційного клімату, які дозволяють визначити рівень інвестиційного ризику, доцільність та привабливість здійснення інвестицій. Зміст та інструментарій таких методик досить різноманітні і залежить від специфіки національної економічної системи, цільових орієнтирів стратегічного розвитку економіки тощо. Однак вони, як правило, враховують такі ключові групи чинників:

– *економічні умови*, що включають такі індикатори як стан макроекономічного середовища, розмір та динаміку внутрішнього валового продукту і національного доходу, загальний обсяг промислового виробництва та обсяги виробництва у провідних галузях економіки, динаміка інфляції, рівень розвитку високотехнологічних галузей, стан ринку праці, ключові параметри грошово-кредитної, фінансової, бюджетної, податкової та валютної систем тощо;

– *державна інвестиційна політика*, яку характеризують рівень державної підтримки вітчизняних інвесторів та методи стимулювання іноземних інвестицій, участь у міжнародних договорах та дотримання міжнародних зобов'язань, можливість націоналізації власності іноземних інвесторів, спадкоємність політичної влади, рівень розвитку державних інститутів та ефективність їх діяльності тощо;

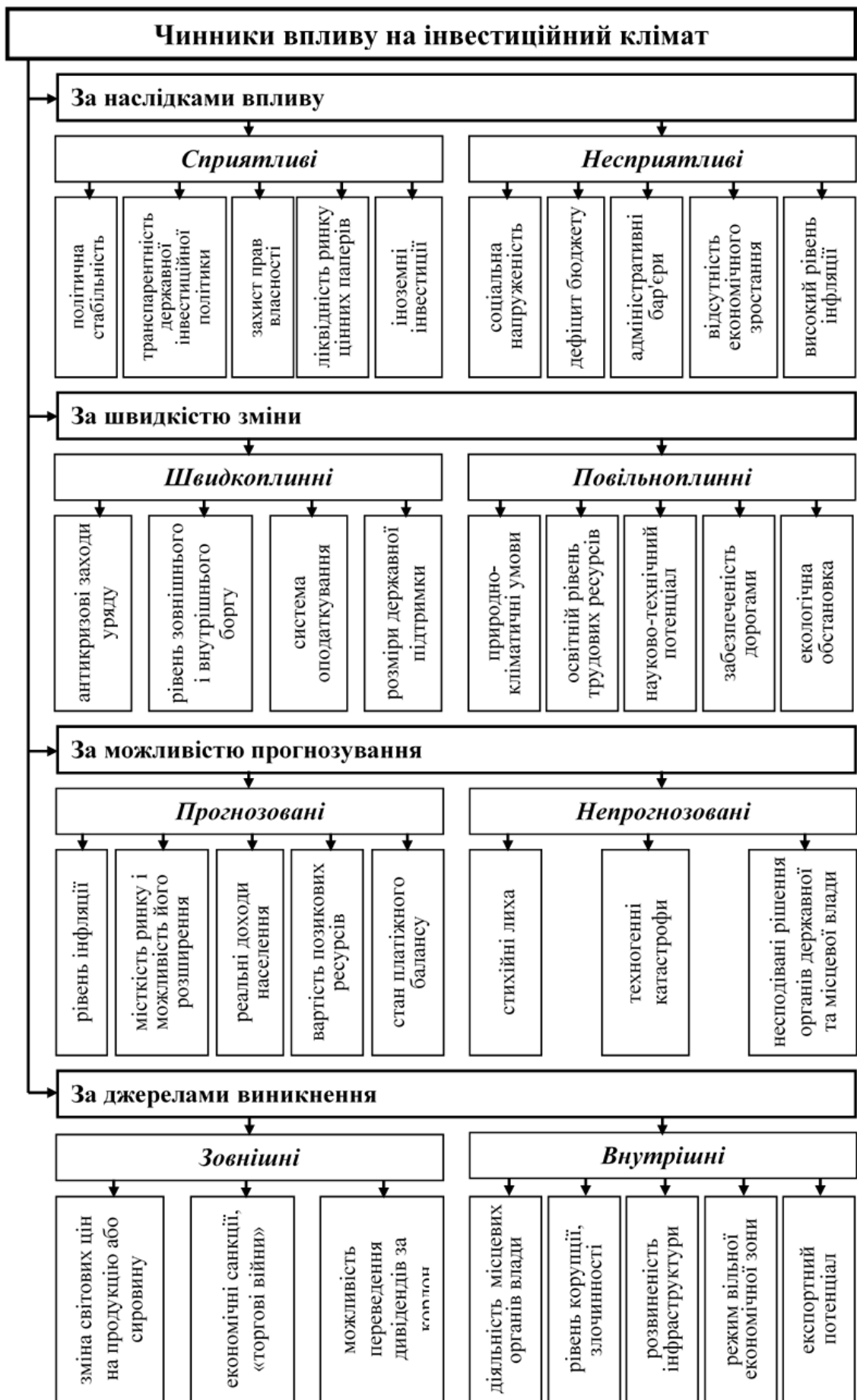


Рис. 3.3. Чинники впливу на інвестиційний клімат

– *нормативно-правова база інвестиційної діяльності*, яка визначає прозорість регламентуючих документів та можливість і порядок їх коригування; параметри гарантій здійснення іноземних інвестицій; податкове, валютне та митне регулювання; порядок створення, реєстрації, діяльності, звітності, злиття та ліквідації підприємств; заходи регулювання та контролю над господарської діяльністю тощо;

– *інформаційне забезпечення інвестиційної діяльності*, що включає можливість доступу до статистичних, інформаційних та фактологічних даних про стан та динаміку різноманітних чинників, які впливають на інвестиційний клімат.

Існують різні інструменти оцінки інвестиційного клімату. Найбільш відомими та поширеними серед них вважаються кредитні рейтинги рейтингових агентств так званої «великої трійки» – *Standard & Poor's*, *Fitch Ratings* та *Moody's* (табл. 3.2). Вони присвоюють рейтинги різним емітентам та борговим зобов'язанням, а також регіонам і країнам, які дозволяють оцінити якість та ймовірності своєчасної виплати взятих ними фінансових зобов'язань.

Таблиця 3.2

Шкали довгострокових кредитних рейтингів *Standard & Poor's*, *Fitch Ratings* та *Moody's*<sup>6</sup> [ ]

Показники	Рівень надійності	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's
Зобов'язання інвестиційного рівня	найвищий рейтинг	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>	<i>Aaa</i>
	висока надійність	<i>AA +</i>	<i>AA +</i>	<i>Aa1</i>
		<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>Aa2</i>
		<i>AA-</i>	<i>AA-</i>	<i>Aa3</i>
	Середня надійність	<i>A +</i>	<i>A +</i>	<i>A1</i>
		<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A2</i>
		<i>A-</i>	<i>A-</i>	<i>A3</i>
	Надійність нижче середнього	<i>BBB +</i>	<i>BBB +</i>	<i>Baa1</i>
		<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>Baa2</i>
		<i>BBB-</i>	<i>BBB-</i>	<i>Baa3</i>
Зобов'язання не інвестиційного рівня	Ризиковані спекулятивні зобов'язання	<i>BB +</i>	<i>BB +</i>	<i>Ba1</i>
		<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>Ba2</i>
		<i>BB-</i>	<i>BB-</i>	<i>Ba3</i>
	Високо ризиковані спекулятивні зобов'язання	<i>B +</i>	<i>B +</i>	<i>B 1</i>
		<i>B</i>	<i>B</i>	<i>B 2</i>
		<i>B-</i>	<i>B-</i>	<i>У 3</i>
	Зобов'язання, близькі до дефолту	<i>CCC +</i>	<i>CCC</i>	<i>Caа1</i>
		<i>CCC</i>		<i>Caа2</i>
		<i>CCC-</i>		<i>CAA3a</i>
		<i>CC</i>		<i>Ca</i>
<i>C</i>				
Дефолтний рейтинг	Зобов'язання в стані дефолту	<i>D</i>	<i>DDD</i>	<i>C</i>
			<i>DD</i>	
			<i>D</i>	

6

Актуальність кредитних рейтингів як для емітентів, так і для суверенних держав обумовлюється тим, що дозволяє розширити доступ до ринків та джерел капіталу, достовірно інформує про їх кредитоспроможність, сприяє зниженню витрат на залучення інвестицій та розширенню кола потенційних інвесторів. Чим вище рейтинг держави, тим більш сприятливим є її інвестиційний клімат та нижчими інвестиційні ризики.

Кредитний рейтинг є інструментом, за допомогою якого інвестори можуть оцінювати ризики покупки цінних паперів або здійснення інших інвестицій. Особливо він важливий для тих інвесторів, які не можуть самотійно проводити детальні фінансові дослідження. Порівняння шкал довгострокових кредитних рейтингів «великої трійки» рейтингових агентств приведено в табл. 3.2.

Як видно з таблиці 3.2 кредитні рейтинг визначається за буквеною шкалою. Рейтинг міжнародної шкали агентства *Standard & Poor's* включає такі рейтинги: *AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D*. Найвищий значення рейтингу – *AAA* – означає найбільш високу спроможність емітента виконувати свої фінансові зобов'язання, а найнижча значення *D* – дефолт. Рейтинги від *AAA* до *BBB* вважаються інвестиційними. Багатьом інвесторам заборонено вкладати кошти в зобов'язання з рейтингом нижче *BBB-*, оскільки їм притаманний спекулятивними характеристиками. Тому їх ще називають «сміттєвими».

З початком приватизації та створенням фондового ринку в Україні з'явилися інвестиційні та кредитні рейтинги різних агенцій та засобів інформації, які відрізнялись методологією оцінки. З метою усунення розбіжностей між такими рейтингами Кабінет Міністрів України постановою № 665 від 26 квітня 2007 р. затвердив Національну рейтингову шкалу, на основі якої проводять свої оцінки усі вітчизняні рейтингові агентства. (табл. 3.3, 3.4).

Таблиця 3.3

Довгострокові кредитні рейтинги (більше ніж один рік) Національної рейтингової шкали

<b>Рейтинг позичальника інвестиційного рівня</b>	
<b>uaAAA</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaAAA</b> характеризуються найвищою кредитоспроможністю у порівнянні до інших українських позичальників або боргових інструментів
<b>uaAA</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaAA</b> характеризуються дуже високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
<b>uaA</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaA</b> характеризується високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності чутливий до несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов

## Продовження таблиці 3.3

<b>uaBBB</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaBBB</b> характеризується достатньою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності залежить від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<b>Рейтинг позичальника спекулятивного рівня</b>	
<b>uaBB</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaBB</b> характеризуються кредитоспроможністю, нижче за достатню порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<b>uaB</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaB</b> характеризуються низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Дуже висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<b>uaCCC</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaCCC</b> характеризується дуже низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Потенційна вірогідність дефолту
<b>uaCC</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом <b>uaCC</b> характеризуються високою вірогідністю дефолту
<b>uaC</b>	Очікується дефолт за борговими зобов'язаннями позичальника
<b>uaD</b>	Дефолт. Виплати відсотків і основної суми за борговими зобов'язаннями позичальника припинені без досягнення згоди кредиторів щодо реструктуризації заборгованості до настання строку платежу

Таблиця 3.4

Короткострокові кредитні рейтинги (до одного року) Національної рейтингова шкала

<b>Рейтинг позичальника інвестиційного рівня</b>	
<b>uaK1</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується найвищою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника дає змогу запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді



## Продовження таблиці 3.4

<b>uaK2</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника достатньо високий для того, щоб запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<b>uaK3</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується достатньою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника задовільний для того, щоб запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<b>Рейтинг позичальника спекулятивного рівня</b>	
<b>uaK4</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника недостатній для того, щоб запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<b>uaK5</b>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується дуже низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника не дає змоги запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<b>uaKD</b>	Позичальник оголосив дефолт за борговими зобов'язаннями

При використанні кредитних рейтингів слід мати на увазі, що методичний інструментарій їх розрахунку, як правило, включає характеристику інвестиційного клімату країни, тобто не враховує відмінності у рівні розвитку окремих регіонів. У зв'язку з цим вони можуть бути не достатньо обґрунтованими для прийняття стосовно інвестування конкретного проекту, а тому потребують відповідного коригування.

### 3. Методи аналізу поточної кон'юнктури інвестиційного ринку

Найбільш загальною характеристикою стану та динаміки інвестиційного ринку є його кон'юнктура. Вона виступає синтетичною формою прояву взаємодії системи факторів, яка сформувалася на ринку під впливом взаємодії попиту, пропозиції, рівня цін та конкуренції як в цілому на інвестиційному ринку, так і в окремих його сегментах.

Циклічний характер кон'юнктури інвестиційного ринку проявляється у послідовній зміні стадій кон'юнктурного циклу:

- підйом кон'юнктури;
- кон'юнктурний бум;
- послаблення кон'юнктури;

– кон'юнктурний спад (рис. 3.4).

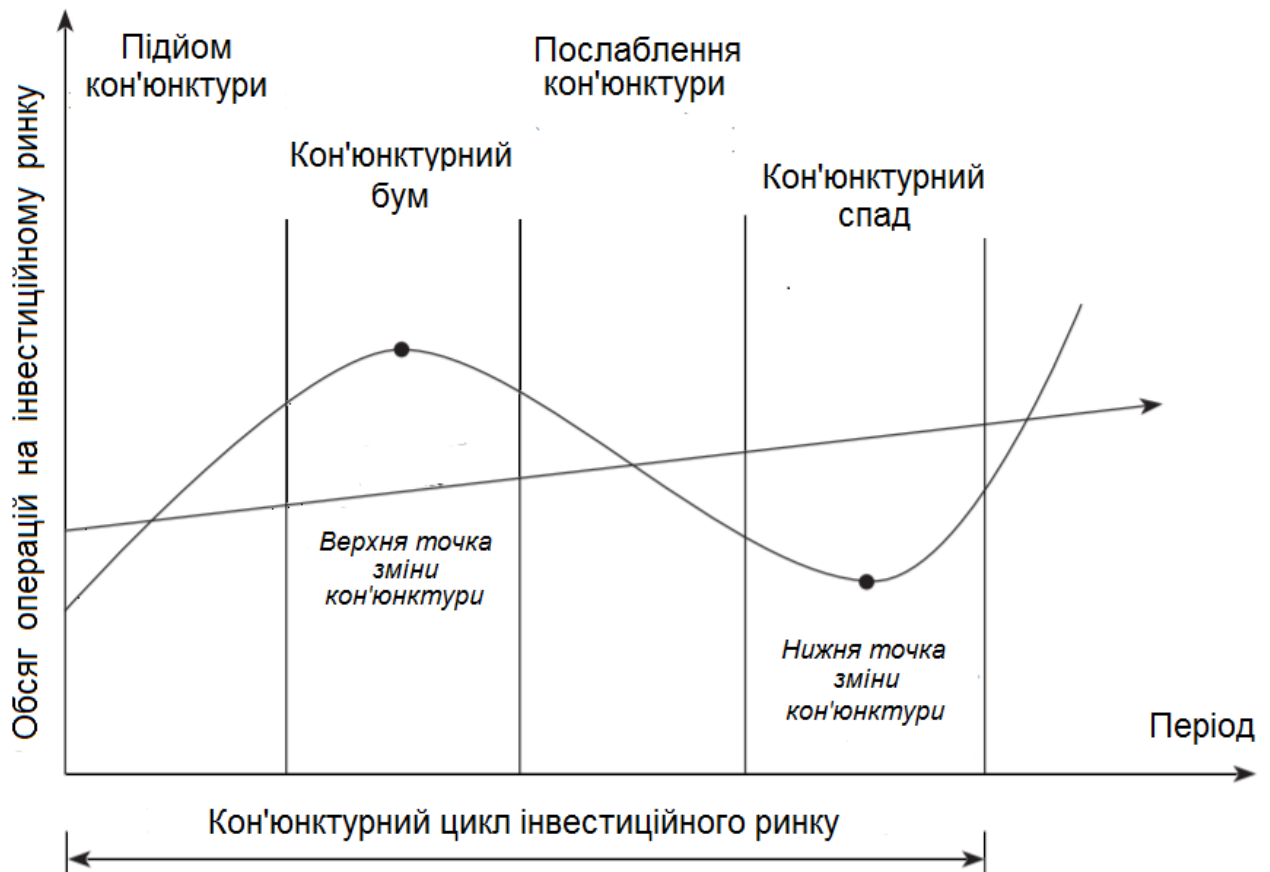


Рис. 3.4. Характер стадій зміни кон'юнктури інвестиційного ринку

*Підйом кон'юнктури* детермінований до позбавленням економічних процесів у державі, що стимулює ріст загального обсягу попиту на інвестиційні товари та послуги, зростанням цін на них, підвищенням рівня конкуренції серед інвестиційних посередників та інших суб'єктів інвестиційного ринку.

*Кон'юнктурний бум* характеризує період високої інвестиційної активності, потужне розширення попиту на різні об'єкти інвестування. Незважаючи на різке зростання пропозиція вона не може повністю задовольнити попит. Паралельно високими темпами зростають ціни на всі інвестиційні товари та інші об'єкти інвестування, підвищується дохідність інвестиційних операцій інвесторів та інвестиційних посередників.

*Послаблення кон'юнктури* інвестиційного ринку проявляється у зниженні інвестиційної активності його суб'єктів пов'язане з помітним спадом в економіці в цілому, відносним перенасиченням попиту на інвестиційні товари та інші об'єкти інвестування, а також з надлишковою їх пропозиції. На цієї стадії кон'юнктурного циклу спочатку стабілізуються, а потім і знижуються цін на переважну частину об'єктів інвестування. Одночасно відбувається зниження доходів інвесторів та інвестиційних посередників.

*Кон'юнктурний спад* є найбільш несприятливою стадією кон'юнктурного циклу інвестиційного ринку в контексті інвестиційної активності його суб'єктів. Характерними його ознаками є найнижчий рівень попиту та скорочення до

мінімального обсягу пропозиції об'єктів інвестування. При цьому обсяг пропозиції, як правило, перевищує обсяг попиту. Істотно знижується рівень цін інвестиційні товари, послуги та інші об'єкти інвестування. До найнижчого рівня падають доходи інвесторів та інвестиційних посередників, а окремі напрямки інвестиційна діяльність взагалі стають збитковими.

Циклічний характер розвитку розвитку інвестиційного ринку визначає необхідність постійного аналізу та оцінки його поточної кон'юнктури. В практиці інвестиційної діяльності для дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку використовують методичний підхід, що включає декілька послідовних етапів (рис. 3.5).



Рис. 3.5. Етапи дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку

*Першим етапом* дослідження є організація постійного моніторингу за поточною інвестиційною активністю суб'єктів інвестиційного ринку в цілому чи в його окремих сегментах, які представляють найбільшу зацікавленість для аналітика (інвестора). Об'єктами такого спостереження можуть бути як загальні індикатори ринку (попит, пропозиція, ціна та рівень конкуренції), так і цілеспрямовано сформована система показників.

В залежності від обраної економічної стратегії підприємства, його інвестиційних можливостей та зібраних у процесі моніторингу інформаційних даних на наступних трьох етапах проводиться послідовна оцінка та прогнозування макроекономічних показників розвитку інвестиційного ринку, інвестиційної привабливості галузей (підгалузей) економіки та регіонів, а також окремих інвестиційних проектів та сегментів інвестиційного ринку.

Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку та інвестиційної привабливості окремих його сегментів здійснюється за допомогою найбільш прийнятної для аналітика (інвестора) із існуючих методик. Результати аналітично-прогнозних процедур стають основою для розробки інвестиційної стратегії та інших ключових параметрів майбутньої інвестиційної діяльності. В кінцевому підсумку такий прогноз стає основою формування інвестиційного портфелю, тобто вибору конкретних напрямів вкладення коштів.

Відсутність достатнього обсягу достовірної інформації обумовлює ймовірнісний характер прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку. Цей процес, як правило, здійснюють у наступні три етапи.

На *першому етапі* визначається протяжність періоду прогнозування. Виділяють короткостроковий, середньостроковий та довгостроковий період економічного прогнозування. Однак їх тривалість у різних економічних умовах відрізняється. Нестабільність та висока варіативність економічних процесів у нашій країні обумовлює те, що *короткостроковим* вважається прогноз на період до одного року, *середньостроковим* – від одного року до трьох років, а *довгостроковим* – понад три роки. Для багатьох розвинутих та стабільних економік названі прогнозні періоди становлять відповідно до трьох років, три-п'ять років та понад п'ять років.

У рамках короткострокового прогнозування до уваги приймаються короткотривалі чинники впливу, встановлені у процесі аналізу кон'юнктурних коливань інвестиційного ринку, вирішуються такі завдання інвестиційної діяльності як вибір тактики інвестування та формування інвестиційного портфеля короткострокових фінансових інструментів. Середньостроковий прогноз охоплює такі сфери інвестиційної діяльності як вибір активів для формування інвестиційного портфеля за рахунок об'єктів реального інвестування з невисокою капіталомісткістю та довгострокових фінансових інструментів, вихід з неефективних інвестиційних програм і проектів та реінвестування вивільненого капіталу, а також можливе, у разі необхідності, коригування стратегії інвестиційної діяльності. Довгострокове прогнозування стосується питань реалізації стратегічних пріоритетів економічного розвитку інвестора, формалізованих у його інвестиційних програмах, а також формування нових стратегічних напрямів його інвестиційної діяльності.

На *другому етапі* процесу прогнозування визначають глибину прогнозних розрахунків. Її вибір в основному визначається цільовими параметрами економічного розвитку підприємства, на реалізацію яких спрямована інвестиційна діяльність підприємства. В залежності від цих цільових завдань може виникати необхідність поглибленої сегментацією інвестиційного ринку, з включенням у прогнозно-аналітичні розрахунки галузей, підгалузей, регіонів чи інших інвестиційно привабливих сегментів.

*Третій етап* прогнозування передбачає вибір відповідного методичного інструментарію та проведення прогнозних розрахунків. Для цього нині використовують переважно факторний чи трендовий метод. Основою факторного методу прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку є встановлення характеру і тісноти впливу окремих факторів на попит, пропозицію, ціну та рівень конкуренції, що дає можливість визначити їх

можливу динаміку у прогностному періоді. Трендовий метод базується на екстраполяції виявленої в процесі аналізу кон'юнктурної тенденції на майбутній період. Враховуючи недостатню точність цього методу його можна використати лише для короткострокового прогнозування.

Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку та інвестиційної привабливості окремих його сегментів дозволяє підприємству сформувати ефективний інвестиційний портфель з включенням до нього як реальних, так і фінансові інвестицій. Після цього здійснюється управління реалізацією інвестиційного портфелю підприємства (у тому числі диверсифікація інвестицій, реінвестування капіталу тощо).

#### **4. Інвестиційна привабливість та методи її оцінки**

Раніше було встановлено, що важливим елементом дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку та розробки інвестиційної стратегії підприємства є оцінка інвестиційної привабливості його окремих сегментів. В умовах високої динаміки ринкового середовища існує необхідність оцінка інвестиційної привабливості, яка може здійснюватися на рівні країни, регіону, галузі та підприємства. Як правило, інвестор здійснює вкладення за умови, що їх об'єкт є інвестиційно привабливим.

Основними факторами, що впливають на інвестиційну привабливість кожної держави, є динаміка та інтенсивність процесів формування заощаджень, а також рівень їх використання на інвестиційні цілі; рівень та динаміка облікової ставки; темпи інфляції; рівень розвитку інвестиційного ринку та його інфраструктури; тенденції інноваційного розвитку економіки; державне регулювання інвестиційних процесів; формування сприятливого інвестиційного клімату.

В процесі оцінки інвестиційної привабливості регіону (території) враховують дію наступних чинників: валовий регіональний продукт на душу населення, питома вага працездатного населення, середньодушові грошові доходи, питома вага прибуткових підприємств, обсяг інвестиції в основний капітал тощо.

Інвестиційна привабливість галузі оцінюється переважно за консолідованими виробничо-економічними показниками підприємств галузі, до яких відносяться індекс промислового виробництва, індекс цін, кількість діючих підприємств, середньорічна чисельність промислово-виробничого персоналу, питома вага матеріальних витрат, рентабельність продукції, фондвіддача, питома вага прибуткових підприємств. Додатково до наведених розраховуються і фінансові показники такі як прибуток, ліквідність, платоспроможність, коефіцієнт автономії. Особливу увагу при оцінці інвестиційної привабливості галузі надається аналізу виробничих факторів: рівню завантаження виробничих потужностей, ступеню зносу основних засобів та коефіцієнтам їх руху, а також показниками інвестиційної активності підприємств галузі.

Для оцінки інвестиційної привабливості підприємства аналізуються показники, які характеризують фінансовий стан та ринкові позиції

підприємства, динаміку його розвитку, рівень менеджменту, кваліфікацію персоналу тощо. В методичному плані оцінка інвестиційної привабливості підприємства здійснюється в такій послідовності:

- визначаються групи чинників, що впливають на інвестиційну привабливість;
- дані групи ранжуються за значимістю на основі експертних оцінок;
- визначаються коефіцієнти значущості кожного окремого фактору в групі;
- підсумовуються всі фактори з урахуванням впливу значущості кожної групи і кожного фактору в цій групі;
- отримані значення ранжуються, і визначається найбільш інвестиційно-привабливі підприємства.

З розвитком ринкових відносин у вітчизняній економіці домінуючим стає метод оцінки на основі вартісного підходу, де основним критерієм інвестиційної привабливості є ринкова вартість підприємства. Вартісний підхід до оцінки інвестиційної привабливості підприємства використовують у випадках коли підприємства або його частки стають об'єктами купівлі-продажу інвесторам, для його подальшого стратегічного розвитку та перепродажу або виходу на ринок IPO для залучення додаткового капіталу тощо.

В спеціальній літературі запропоновано значну кількість методик оцінки інвестиційної привабливості галузі та підприємств, кожна з яких використовує певну систему показників. На основі проведеного якісного аналізу та узагальнення його результатів можна відмітити, що незважаючи на певні відмінності між ними існує набір показників, що в тих чи інших варіаціях включаються до різних методик. При цьому як для галузі, так і для підприємства умовно можна виділяють чотири групи ключових показників, які характеризують такі аспекти економічної діяльності: виробничий потенціал, фінансові результати діяльності, інвестиційну активність та трудовий потенціал (рис. 3.6 та рис. 3.7).

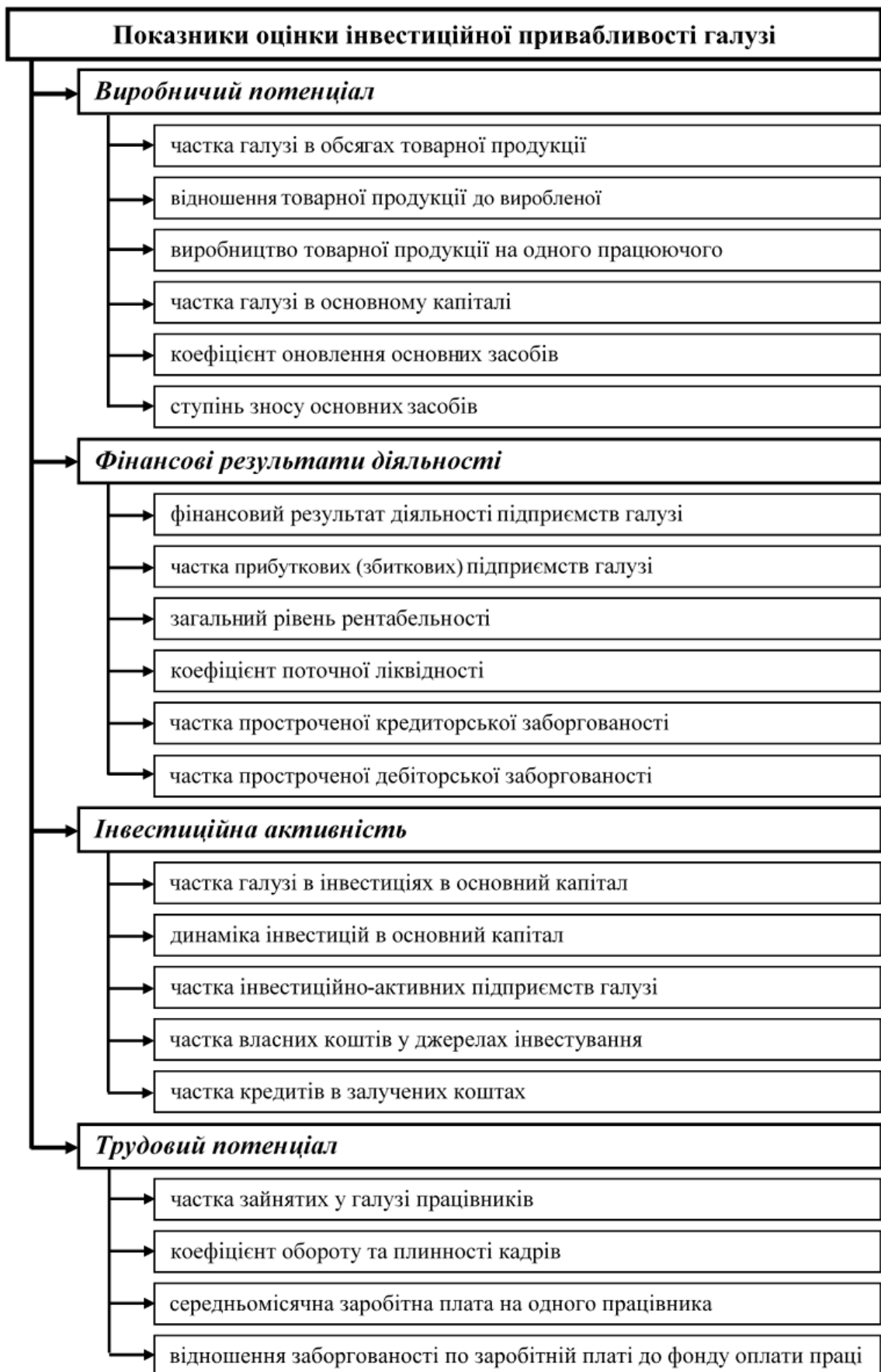


Рис. 3.6. Показники оцінки інвестиційної привабливості галузі

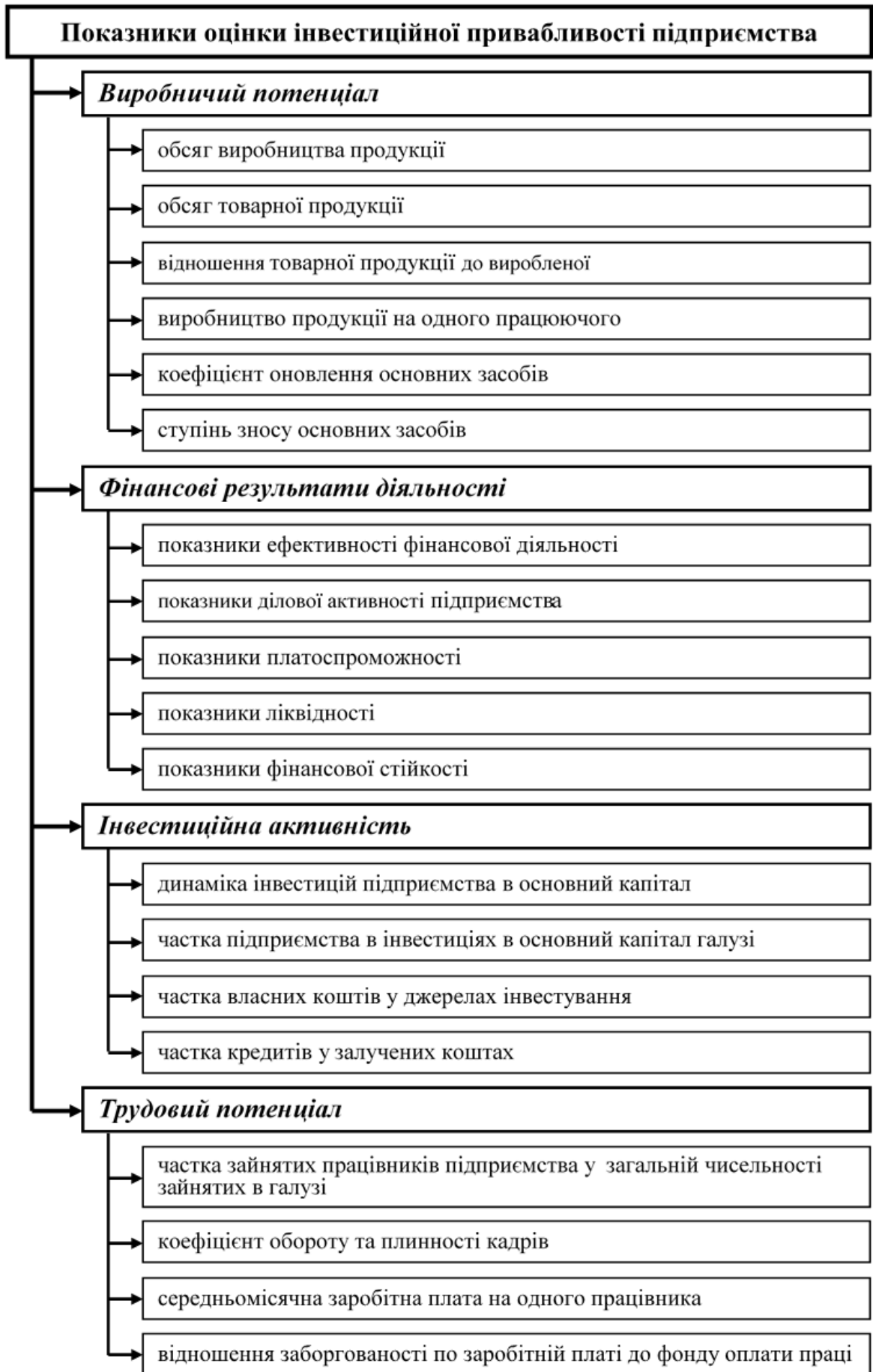


Рис. 3.7. Показники оцінки інвестиційної привабливості підприємства



Система показників дає загальне уявлення про окремі аспекти діяльності потенційного об'єкта інвестування. Однак безпосереднє використання інформації про величину та динаміку окремих показників досить ускладнене через їх недостатню спільну оглядовість та можливість різнонаправленого їх руху. Для того щоб їх використання було можливим, необхідна інтеграція, тобто побудова рейтингу. Зразкова методика побудови рейтингу інвестиційної привабливості наведена на рис. 3.8.

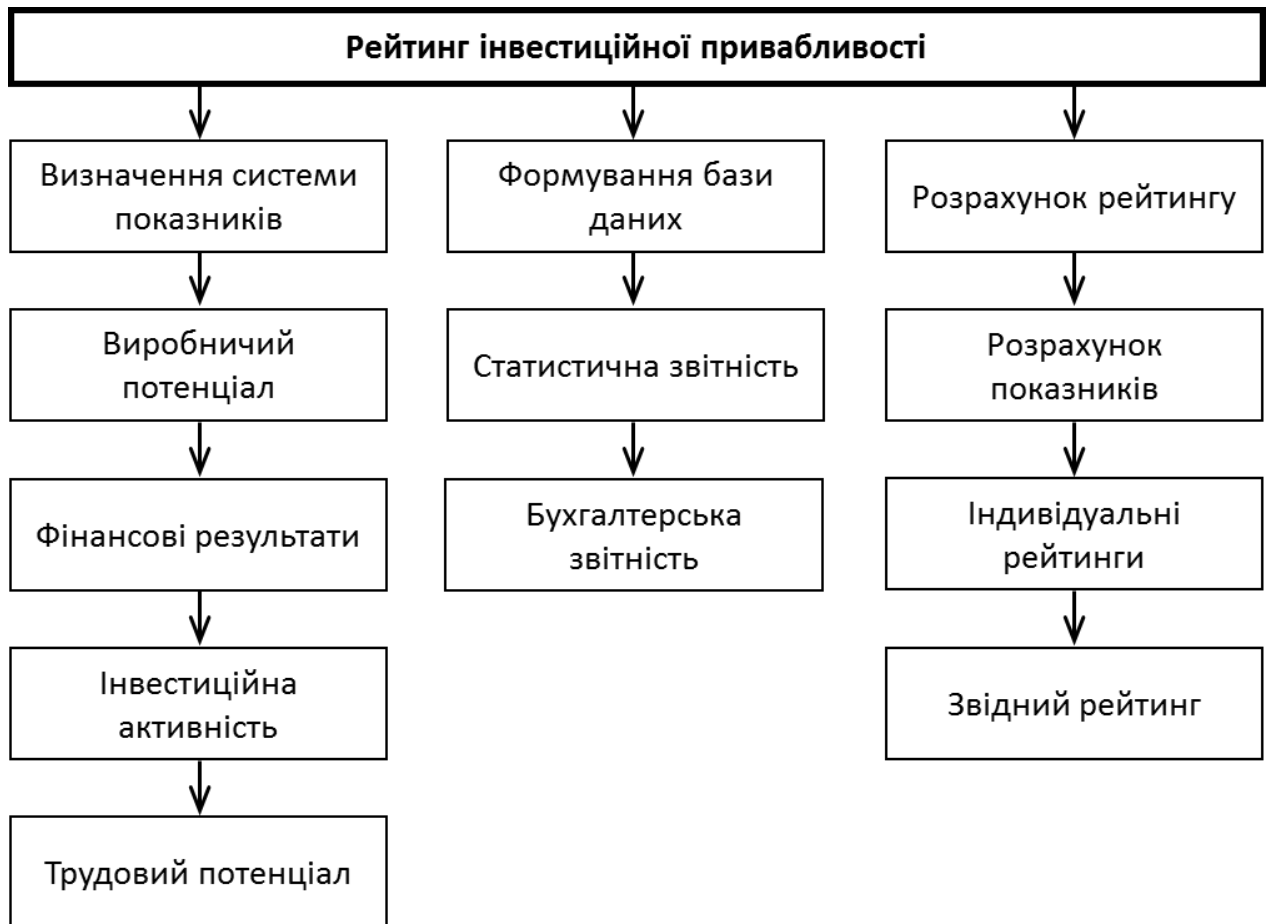


Рис. 3.8. Методика побудови рейтингу інвестиційної привабливості

Дана методика оцінки інвестиційної привабливості галузей економіки (підприємств) не вимагає особливих трудових і фінансових витрат на збір і формування інформації, оскільки вона повністю базується на інформаційних ресурсах, які періодично публікуються в спеціальних офіційних виданнях органів статистики.

В результаті побудови рейтингової оцінки інвестиційної привабливості можна виявити і сформулювати коло галузей або підприємств, що визначають макроекономічний розвиток держави, в свою чергу потребують уваги і підтримки з боку органів влади та фінансування.

## Питання для самоконтролю

1. Що таке інвестиційний ринок та яка його структура?
2. Які елементи інвестиційного ринку підлягають вивченню при аналізі стану інвестиційного ринку?
3. Дайте характеристику стадій розвитку кон'юнктури інвестиційного ринку.
4. За якими етапами відбувається вивчення і прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку?
5. Яка інформація використовується при проведенні аналізу стану інвестиційного ринку?
6. Дайте характеристику інвестиційних індексів та їхніх основних функцій.
7. Назвіть основні етапи вивчення інвестиційного ринку на рівні національної економіки.
8. Чим викликана необхідність аналізу інвестиційного ринку у галузевому розрізі та які його завдання?
9. За допомогою яких показників можна оцінити динаміку розвитку галузей економіки та що вони характеризують?
10. Як проводиться аналіз інвестиційної привабливості підгалузей економіки, які показники використовуються для подібного аналізу?
11. Для чого необхідний аналіз та оцінка інвестиційного ринку у галузевому розрізі?
12. Які показники характеризують інвестиційну привабливість інвестиційного ринку у територіальному розрізі?
13. Для чого проводиться аналіз та оцінка інвестиційної привабливості окремих підприємств, компаній та фірм?
14. Що лежить в основі оцінки інвестиційної привабливості окремих підприємств, компаній та фірм?
15. Який існує зв'язок між життєвим циклом та інвестиційною привабливістю підприємств, компаній та фірм?
16. Як в процесі оцінки інвестиційної привабливості підприємств враховується їх фінансовий стан та фінансова сталість?
17. Що таке інвестиційний клімат та які методи впливу на нього?

## Тестові завдання

### 1. Інвестиційний ринок – це:

- а) ринок прямих капітальних вкладень та ринок нерухомості;
- б) ринок фінансового інвестування;
- в) ринок об'єктів інвестування у всіх його формах;**
- г) ринок фінансових та кредитних інструментів.

### 2. Фондовий ринок – це:

- а) ринок об'єктів, які приватизуються;
- б) ринок цінних паперів;**

- в) ринок основних фондів;
- г) ринок кредитних інструментів.

### **3. Стан інвестиційного ринку характеризують:**

- а) ціна та динаміка обсягів операцій з інвестиційними товарами;
- б) обсяги реального фінансового інвестування;
- в) попит, пропозиція, ціна та конкуренція;**
- г) загальна кількість покупців та продавців інвестиційних товарів.

### **4. Кон'юнктура інвестиційного ринку – це:**

- а) система нормативно-правового регулювання діяльності юридичних та фізичних осіб, представлених на інвестиційного ринку;
- б) зміна цін на інвестиційні товари;
- в) динаміка обсягів торгівлі інвестиційними товарами;
- г) форма прояву системи факторів (умов), що характеризують співвідношення попиту, пропозиції, цін і рівня конкуренції.**

### **5. Ослаблення кон'юнктури інвестиційного ринку характеризується:**

- а) найнижчим рівнем попиту та зниженням обсягу пропозиції об'єктів інвестування, хоча обсяг їхньої пропозиції продовжує перевищувати обсяг попиту;
- б) зниженням інвестиційної активності у зв'язку зі спадом в економіці в цілому, відносно повним насиченням попиту на об'єкти інвестування та деяким надлишком їхньої пропозиції;**
- в) збереженням протягом тривалого часу однакового рівня попиту та обсягу пропозиції об'єктів інвестування;
- г) зростанням попиту та зниженням обсягу пропозиції об'єктів інвестування.

### **6. Кон'юнктурний бум інвестиційного ринку характеризується:**

- а) встановленням на тривалий час рівноваги попиту та пропозиції на об'єкти інвестування;
- б) суттєвим зростанням пропозиції та відносно повним насиченням попиту на об'єкти інвестування;
- в) значним зростанням попиту на всі об'єкти інвестування, попит не повністю задовольняється пропозицією на ринку, зростанням доходів інвесторів та посередників;**
- г) зростанням попиту та зниженням обсягу пропозиції об'єктів інвестування.

### **7. Вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку не передбачає:**

- а) вибір об'єктів реального та фінансового інвестування;**
- б) поточне спостереження за інвестиційною активністю;
- в) аналіз поточної кон'юнктури інвестиційного ринку та виявлення сучасних тенденцій її розвитку;
- г) прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку.

**8. Прогноз кон'юнктури інвестиційного ринку не передбачає:**

- а) визначення глибини розрахунків;
- б) вибір методів прогнозування та здійснення прогнозних розрахунків;
- в) вибір періоду прогнозування;
- г) вивчення нормативно-законодавчого регулювання інвестиційної діяльності.**

**9. Результати оцінки та прогнозування макроекономічних показників розвитку інвестиційного ринку використовують для:**

- а) вибору об'єктів реального та фінансового інвестування;
- б) визначення інвестиційної привабливості регіону;
- в) визначення інвестиційного клімату країни та ефективності умов інвестиційної діяльності;**
- г) прийняття тактичних інвестиційних рішень.

**10. Для прийняття тактичних інвестиційних рішень використовують результати оцінки та прогнозування:**

- а) інвестиційної привабливості галузей економіки;
- б) інвестиційної привабливості окремих компаній (фірм);**
- в) інвестиційної привабливості регіонів;
- г) всі відповіді вірні.

**11. Рішення про галузеву диверсифікацію інвестиційної діяльності приймаються за результатами оцінки та прогнозування:**

- а) інвестиційної привабливості регіонів;**
- б) інвестиційної привабливості окремих компаній (фірм);
- в) нормативно-правового регулювання інвестиційного ринку;
- г) макроекономічних показників розвитку інвестиційного ринку.

**12. Вивчення інвестиційного ринку в галузевому розрізі не передбачає:**

- а) прогнозування інвестиційної привабливості окремих галузей (підгалузей) економіки;
- б) побудову системи аналітичних показників та проведення аналізу (оцінки) інвестиційної привабливості галузі;
- в) вибір системи інформативних показників для спостереження;
- г) оцінку показників розвитку інвестиційної активності іноземних інвесторів.**

**13. Індикатори інвестиційного ринку представляють собою:**

- а) індекси, які характеризують темпи зміни обсягів операцій на інвестиційному ринку;
- б) макроекономічних показників розвитку інвестиційного ринку;
- в) агреговані індекси динаміки поточних ринкових цін, які відображають стан кон'юнктури у розрізі окремих його видів і сегментів;**
- г) індекси, що характеризують доступність інвестиційних товарів.

**14. Використання інвестиційних індексів базується на припущенні, що:**

- а) інвестиційний ринок конкурентний;
- б) макроекономічні показники розвитку інвестиційного ринку мають постійну динаміку;
- в) ринкова вартість підприємств, представлених на інвестиційному ринку, повністю відображає ефективність їх поточної діяльності;
- г) коливання цін на акції декількох десятків провідних компаній відповідають коливанням цін на всі інші акції, коливанням і змінам у попиті та пропозиції цінних паперів на фондовому ринку в цілому.**

**15. Інвестиційні індекси виконують такі основні функції:**

- а) спекулятивну, регулюючу, прогнозу;
- б) діагностичну, індикативну, спекулятивну;**
- в) стимулюючу, регулюючу, діагностичну;
- г) коригуючу, діагностичну, стимулюючу.

**17. У процесі прийняття рішення щодо інвестування великого значення набуває:**

- а) оцінка привабливості галузі;
- б) оцінка привабливості регіону;
- в) оцінка інвестиційної привабливості різного рівня і особливо об'єктів господарювання;**
- г) всі відповіді вірні.

**18. До внутрішніх факторів впливу на інвестиційну привабливість підприємства відносяться:**

- а) виробничий потенціал;
- б) інвестиційна програма;
- в) фінансовий стан;
- г) всі відповіді вірні.**

**19. До зовнішніх факторів впливу на інвестиційну привабливість підприємства відносяться:**

- а) інвестиційна програма;
- б) регіональне розміщення;**
- в) фінансовий стан;
- г) всі відповіді вірні.

**20. Інтегральний показник інвестиційної привабливості корегується за такими факторами:**

- а) привабливість інвестиційного клімату в країні;
- б) привабливість галузі;
- в) привабливість регіону;
- г) всі відповіді вірні.**

## Тема 4

# Інвестиційні ресурси підприємства

1. Економічний зміст інвестиційних ресурсів підприємства.
2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства.
3. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

### 1. Економічний зміст інвестиційних ресурсів підприємства.

З розвитком ринкової економіки відбувається логічне зміщення акценту в управлінні інвестиційною діяльністю підприємства з чисто технічних питань на питання спроможності його інвестиційної стратегії та організацію ефективної реалізації окремих інвестиційних програм і проектів. В таких умовах особливо важливе значення набувають питання, пов'язані з формуванням та використанням інвестиційними ресурсами.

Термін «інвестиційні ресурси» досить широко використовується у вітчизняній та зарубіжній економічній літературі. Однак багато авторів, які цілком свідомо вживають це поняття в тому чи іншому контексті, не визначають його економічного змісту. Найчастіше обмежуються переліком їх складових елементів та визначенням цільового призначення. Можна виділити декілька основних підходів до характеристики інвестиційних ресурсів, між якими існують певні розбіжності.

Найбільш поширеним є підхід, згідно якому інвестиційні ресурси представляють собою «сукупність фінансових ресурсів, що формуються й використовуються підприємством для вирішення проблем, пов'язаних із процесами проектування, будівництва, розвитку суб'єктів підприємницької діяльності, тобто фінансують інвестиційну діяльність підприємства»<sup>7</sup> [ ], або «усі види фінансових активів, що залучаються для здійснення вкладень у об'єкти інвестування»<sup>8</sup> [ , с. 71]. Тобто, їх автори повністю отожднюють інвестиційні та фінансові ресурси. Такий підхід достатньо зрозумілий, оскільки реалізація інвестицій здійснюється через їх фінансування. Як уже зазначалося раніше між фінансуванням та інвестуванням існує тісний взаємозв'язок. Однак їх отожднення є недостатньо обґрунтованим.

На противагу попередньому підходу окремі автори до складу інвестиційних ресурсів включають практично всі інші види ресурсів, які використовуються у економічній діяльності підприємств: фінансові, матеріальні,

<sup>7</sup> Удалих О.О. Управління інвестиційною діяльністю промислового підприємства: [навч. посіб.] / О.О. Удалих. – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 292 с.

<sup>8</sup> Игонина Л.Л. Инвестиции: учеб. пособие / Л.Л. Игонина; под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А. Слепова. – М.: Экономистъ, 2005. – 478 с.

природні, трудові, інформаційні, інтелектуальні та інноваційні<sup>9</sup> [ , с. 125]. З таким підходом важко погодитися оскільки він не дає принципової відповіді на питання індивідуальних відмінностей інвестиційної діяльності від операційної або й всієї економічної діяльності.

Досить поширена позиція, прихильники якої під інвестиційними ресурсами розглядають «майнові та інтелектуальні цінності, які вкладаються суб'єктом господарювання в об'єкти підприємницької та інші види діяльності з метою отримання прибутку (доходу) або досягнення соціального ефекту»<sup>10</sup> [ , с. 894]. За своєю суттю таке трактування нічим не відрізняється від економічного змісту інвестицій, яке наведено у Законі України «Про інвестиційну діяльність», та широко вживане у цьому значенні багатьма вітчизняними вченими.

Найбільш прийнятним можна вважати вважаємо таке визначення: «*інвестиційні ресурси підприємства* – це усі форми капіталу, що залучаються для здійснення вкладень у об'єкти реального та фінансового інвестування»<sup>11</sup> [ , с. 72].

Важливими особливостями інвестиційних ресурсів, які визначають їх економічну сутність є те, що їх формування та використання є ключовою умовою здійснення інвестиційної діяльності, а реалізація інвестиційного процесу на підприємстві пов'язана з системою управлінських рішень у сфері визначення можливих джерел фінансування інвестицій, способів їх мобілізації, оптимального розподілу між конкуруючими напрямками реалізації та підвищенням ефективності використання.

Формування інвестиційних ресурсів підприємства для здійснення інвестиційної діяльності пов'язане з первинним накопиченням капіталу, яке відбувається шляхом розподілу чистого прибутку підприємства. Основою формування інвестиційних ресурсів підприємства є реінвестування власного капіталу, одержуваного в формі амортизаційних відрахувань, чистого прибутку, надходжень від реалізації вибувчих з господарського обороту основних засобів та фінансових активів тощо. Формування інвестиційних ресурсів визначається цілями і напрямками інвестиційної стратегії і інвестиційної політики підприємства. При цьому на відміну від нерегулярності та нерівномірності процесу інвестиційної діяльності, формування інвестиційних ресурсів носить регулярний та перманентний характер.

Важливою особливістю процесу формування інвестиційних ресурсів підприємства є керованість та детермінованість, тобто його кількісна визначеність за різними ключовими параметрами (обсягами, структурою, часу) та можливість управління для досягнення необхідних параметрів.

В умовах ринкової економіки існують широкі можливості для раціонального залучення підприємством необхідного обсягу та цільової

<sup>9</sup> Катюков А. А. Методологические основы исследования экономической сущности инвестиционного рынка и его структуры / А. А. Катюков // Вестник ВГУ, Серия: Экономика и управление. – 2005. – №2. – С. 119-128.

<sup>10</sup> Ангелко І.В. Основні джерела формування інвестиційних ресурсів підприємства в умовах його розвитку / І.В. Ангелко // Молодий вчений. – 2015. – № 2 (17). – С. 893–897.

<sup>11</sup> Лахметкина Н.И. Инвестиционная стратегия предприятия: учебное пособие / Н.И. Лахметкина. – 7-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2014. – 232 с. – (Бакалавриат).

структури інвестиційних ресурсів за рахунок різноманітних форм їх фінансування та джерел формування. Тому існує необхідність їх вивчення.

Залежно від наявності власних фінансових ресурсів, а також специфіки інвестиційної діяльності та умов доступу до зовнішніх джерел фінансування, підприємство може використовувати різні методи фінансування інвестицій (рис. 4.1).



Рис. 4.1. Методи фінансування інвестицій

Найбільш прийнятним для вітчизняних умов вважається метод самофінансування. Основою для самофінансування підприємства є власні кошти підприємства, які відносяться до внутрішніх джерел інвестицій і утворюються з прибутку, накопичень, амортизаційних відрахувань тощо (рис. 4.2). Цей метод дозволяє підприємству уникнути залежності від зовнішніх кредиторів та інвесторів, а отже не несе в собі ризику втрати його власниками економічної самостійності. Крім того, власні джерела фінансування у вітчизняних умовах мають значно нижчу вартість у порівнянні з іншими джерелами. Разом з тим, цей метод має певні обмеження і, як правило, може використовуватися для реалізації невеликих інвестиційних проектів.





Рис. 4.2. Внутрішні джерела власних інвестиційних ресурсів підприємства

Власні кошти підприємств, незважаючи на їх значну роль, не завжди можуть забезпечити потреби підприємств в інвестиційних ресурсах. Тому для фінансування інвестиційної діяльності підприємства змушені залучати зовнішні джерела (рис. 4.3).



Рис. 4.3. Зовнішні джерела формування власних інвестиційних ресурсів підприємства

Досить привабливою є перспектива залучення додаткових коштів шляхом емісії цінних паперів. Ця форма використовується для реалізації крупномасштабних інвестиційних проектів при галузевій чи регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності. Щоправда, це може стосуватися лише стабільно працюючих підприємств. Мобілізація інвестиційних ресурсів при даній формі фінансування здійснюється через ринок цінних паперів. Водночас проблема додаткових емісій полягає в тому, щоб чітко визначити обсяг емісії, необхідний для розвитку підприємства і, в той же час, достатній для того, щоб

не втратити контроль над підприємством. Ще одним важливим питанням при цьому є мінімізація витрат.

Крім залучених джерел підприємства для фінансування інвестиційної діяльності досить часто використовують позикові джерела (рис. 4.4). На даний момент класичною і найбільш розповсюдженою формою залучення позикових зовнішніх ресурсів є банківський кредит, який виступає одним з найважливіших ресурсів, що мобілізується на фінансовому ринку.

Під кредитом розуміється позика в грошовій чи товарній формі на умовах поверненості і зазвичай з виплатою відсотків. Кредити розрізняються за різноманітними ознаками, зокрема, за типом кредитора виділяють банківський та комерційний кредит; за формою надання – товарний та фінансовий кредит; за метою надання – інвестиційний та іпотечний кредит; за строками дії – коротко-, середньо- та довгостроковий кредит.

Банківський кредит надається підприємству на підставі кредитного договору, кредит надається на умовах платності, строковості та поверненості під наступне забезпечення: гарантії, застава нерухомістю, застава інших активів підприємства. При цьому важливу роль для підприємства відіграє рівень облікової ставки, яка формується під впливом попиту і пропозиції на позиковий капітал, величиною відсотка за депозитами, рівнем інфляції в країні тощо.



Рис. 4.4. Джерела позикових інвестиційних ресурсів підприємства

Формування інвестиційних ресурсів підприємства здійснюється для задоволення його потреб у придбанні необхідних інвестиційних активів, завжди має цільовий характер та підпорядковане певним принципам. Найбільш суттєві серед них, на які вказують більшість дослідників та практиків, наведено на рис. 4.5.



Рис. 4.5. Основні принципи формування інвестиційних ресурсів підприємства

## 2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства.

Інвестиційна діяльність підприємства нерозривно пов'язана з ефективною політикою формування інвестиційних ресурсів та вибором інструментів, на яких вона буде базуватися.

Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства має певні характерні ознаки, найбільш суттєвими серед них можна виділити наступні.

По-перше, вона є важливим компонентом загальної інвестиційної політики.

По-друге, вона представляє собою перманентний процес управління забезпеченням інвестиційної діяльності, який спрямований на визначення необхідного підприємству обсягу інвестиційних ресурсів та структури джерел їх формування, а також вибір напрямків та ефективних форм їх використання.

По-третє, ця політика має на меті оптимізацію різних економічних інтересів та інвестиційних ресурсів в процесі реалізації інвестиційної стратегії.

По-четверте, вона є складовою загальноекономічної та фінансової стратегій підприємства.

**Політика формування інвестиційних ресурсів** є складовою загальноекономічної та фінансової стратегій підприємства, а також важливим компонентом загальної інвестиційної політики, яка полягає у оптимізації різних економічних інтересів та інвестиційних ресурсів в процесі реалізації інвестиційної стратегії шляхом залучення для цих цілей капіталу з різних джерел в найбільш ефективних його формах.

Виходячи з таких характеристик, процес формування такої політики повинен узгоджуватися з базовими положеннями синергетичної теорії управління. Відповідно до цієї теорії, головними відмітними ознаками політики

формування інвестиційних ресурсів підприємства є узгодженість (когерентність) її компонентів та збільшення можливостей обміну ресурсами із зовнішнім середовищем<sup>12</sup> [ ].

Відсутність чітко розробленої системи принципів політики формування інвестиційних ресурсів може призвести до виникнення багатьох проблем управління інвестиційною діяльністю підприємства. В науково-навчальній літературі запропоновано широке коло принципів політики формування інвестиційних ресурсів. На найбільшу увагу серед них заслуговують наступні:

1) системність проведення з урахуванням стратегічних цілей фінансової, науково-технічної, амортизаційної, кадрової та інших видів політики підприємства;

2) пріоритетність вибору основних напрямків використання інвестиційних ресурсів, що дозволяють забезпечити високий рівень ефективності економічної діяльності підприємства;

3) ефективність, що вимагає наявності позитивних результатів використання інвестиційних ресурсів;

4) узгодженість основних положень цієї політики зі змістом інвестиційної стратегії та станом факторів, що впливають на підприємство як економічну систему;

5) постійний моніторинг та контроль, який передбачає наявність системи дослідження рівня реалізації цільових параметрів політики формування інвестиційних ресурсів, можливість коригування напрямків та управління ситуацією на всіх етапах інвестиційного процесу<sup>13</sup> [ ].

Така система принципів є основою постійного інвестиційного розвитку підприємства, а їх врахування дозволяє уникнути багатьох помилок та прорахунків при розробці політики формування інвестиційних ресурсів.

Розробка політики формування інвестиційних ресурсів підприємства представляє собою складний організаційно-економічний процес, який має свою внутрішню логіку і охоплює ряд послідовних, взаємопов'язаних і взаємообумовлених етапів (рис. 4.1). Послідовне дотримання кожного етапу розробки та прийняття відповідних рішень політики формування інвестиційних ресурсів дозволяє успішно реалізувати поточні та перспективні завдання інвестиційної діяльності підприємства, запланованих капіталовкладень.

**Визначення цілей та завдань політики формування інвестиційних ресурсів.** Специфічні інвестиційні цілі встановлюються на основі загальної економічної мети, на яку орієнтується вище керівництво та власники підприємства. При цьому цілі розглядаються як певні результати та підсумки, які необхідно досягти у визначені часові терміни. Необхідно враховувати обов'язкові вимоги до постановки цілей: цілі повинні бути конкретними, вимірними, досяжними та сумісними.

**Дослідження та врахування факторів зовнішнього середовища і кон'юнктури ринку, що впливають на вибір політики формування**

<sup>12</sup> Петров А. В. Формирование инвестиционной политики компании: синергетический подход / А. В. Петров // Проблемы теории и практики управления. – 2007. – № 7. – С. 85–90.

<sup>13</sup> Ендовицкий Д. А. Анализ и оценка эффективности инвестиционной политики коммерческих организаций: методология и методика / Д. А. Ендовицкий. – Воронеж: Изд-во Воронеж. гос. ун-та, 1998. – 286 с.

**інвестиційних ресурсів.** В ринкових умовах економічний розвиток підприємства та інших соціально-економічних систем носить циклічний характер. Це обумовлює невизначеність протікання окремих явищ та процесів, а також їх можливих результатів. Тому при аналізі зовнішнього середовища необхідно виявити в якій фазі циклу перебуває економіка.



Рис. 4.5. Етапи розробки політики формування інвестиційних ресурсів підприємства

Державна активність так само безпосередньо впливає на інвестиційну діяльність підприємства. Надання податкових пільг, гнучка амортизаційна політика, кредитна політика держави, різноманітні пільги, субсидії, система державних замовлень, правове регулювання бізнесу, рівень розвитку інфраструктури в регіоні – всі ці фактори необхідно врахувати при розробці інвестиційної політики підприємства.

Методи та прийоми дослідження зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку більш детально розглядалися у третьому розділі.

**Формування політики за основними напрямками використання інвестиційних ресурсів.** На цьому етапі визначається обсяги формування інвестиційних ресурсів для реального та фінансового інвестування та оптимальне співвідношення між ними процесі здійснення запланованої інвестиційної діяльності. Обґрунтування типу політики формування інвестиційних ресурсів здійснюється за пріоритетними напрямками їх

використання, включеними до окремих інвестиційних програм та проектів з урахуванням компонентів їх вартості та можливих інвестиційних ризиків. При цьому критерієм оптимальності виступає раціональне співвідношення між рівнем ризику та рівнем доходності.

Такий критерій базується на загальній філософії фінансового управління підприємством, яке є компонентом його стратегічного вибору.

В спеціальній літературі серед основних інвестиційних ризиків виділяють наступні:

- можливість повної втрати вкладених інвестиційних ресурсів;
- часткова втрата вкладених інвестиційних ресурсів;
- неотримання запланованого доходу на вкладені інвестиційні ресурси;
- інфляційне та кон'юнктурне знецінення вкладених коштів;
- затримки у виплаті доходу на інвестовані ресурси.

Тому очевидно, що управління інвестиційними ризиком є актуальною проблемою. Використання різного методичного інструментарію для прогнозування ризикової події і зниження можливих втрат розглядається в одному з наступних розділів.

У фінансовій теорії та практичному менеджменті переважно розглядають три типи інвестиційної політики в контексті вибору інвестором окремих ризикових переваг: консервативну, помірну та агресивну.

Пріоритетом *консервативної* інвестиційної політики є мінімізація інвестиційного ризику. У рамках цієї політики інвестор не проявляє зацікавленості до максимізації обсягу поточного доходу від інвестицій чи максимізації приросту ринкової вартості інвестованого капіталу, а віддає перевагу безпеці вкладення інвестиційних ресурсів.

*Помірна* інвестиційна політика передбачає пошук таких об'єктів для вкладення інвестиційних ресурсів, яке забезпечує рівень цільових параметрів (поточної доходності, темпи зростання капіталу та ризику) наближеним до середньоринкових значень. Така політика не забезпечує максимізації інвестиційного доходу та дозволяє уникнути високоризикових об'єктів вкладення інвестиційних ресурсів. Разом з тим вона фільтрує низькодохідні інвестиційні активи та фінансові інструменти вкладення інвестиційних ресурсів.

У рамках *агресивної* інвестиційної політики інвестор прагне отримати максимально можливий поточний дохід від вкладення інвестиційних ресурсів. При цьому рівень інвестиційного ризику та можливість зростання ринкової вартості підприємства не мають для інвестора принципового значення. У рамках цієї інвестиційної політики підприємство уникає інвестування капіталу у реальні проекти з тривалим інвестиційним циклом, в низькодохідні акції та облігації, що мають бути погашені у віддаленій перспективі.

Вибір конкретного типу політики формування інвестиційної ресурсів підприємства за цілями параметрами їх вкладення у контексті певних ризикових переваг здійснюється з урахування наступних факторів:

- фінансової філософії підприємства;
- типу економічної, інвестиційної та фінансової стратегії підприємства;
- фінансово-економічного стану підприємства.

**Розробка програми формування та використання інвестиційних ресурсів за окремими напрямками.** Інвестиційною програмою підприємства є обрана з безлічі можливих варіантів вкладень інвестиційних ресурсів комбінація програм та проектів, які повинні до реалізації у рамках встановленого часового періоду. Оптимальною вважається програма, яка веде до досягнення намічених підприємством цілей найкращим чином. При цьому для оцінки доцільності та ефективності інвестиційних проектів доцільно використовувати розглянуті раніше наступні методи:

- розрахунку термінів окупності інвестицій;
- визначення норми прибутку на інвестований капітал;
- чистої теперішньої вартості;
- внутрішньої норми доходності;
- модифікованої внутрішньої норми доходності.

**Визначення обсягів та джерел формування інвестиційних ресурсів.** На даному етапі прогнозується загальна потреба в інвестиційних ресурсах, необхідних для здійснення інвестиційної діяльності підприємства, способи раціонального використання власних коштів і можливості залучення додаткових ресурсів. При цьому розглядаються всі доступні підприємству джерела інвестиційних ресурсів з урахуванням їх ціни та можливих інвестиційних ризиків.

**Контроль за реалізацією програми формування та використання інвестиційних ресурсів.** Метою контролю є попередження неефективного використання коштів, що виділяються на реалізацію інвестиційної програми підприємства.

В процесі розробки політики формування інвестиційних ресурсів підприємства вирішується ряд важливих завдань (рис. 4.6).



Рис. 4.6. Завдання розробки політики формування інвестиційних ресурсів підприємства

### 3. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

В ринкових умовах, як відомо, формування інвестиційних ресурсів підприємства здійснюється за рахунок різних джерел, кожне з яких має свою ціну (вартість). Крім того, з кожним джерелом формування інвестиційних ресурсів пов'язані певні види фінансових та інших ризиків. Тому завдання оптимізації джерел інвестування має для кожного підприємства досить актуальне значення і носить перманентний характер.

Вибір джерел формування інвестиційних ресурсів підприємство здійснює відповідно до прийнятого ним методу фінансування з урахуванням основних факторів (рис. 4.7).

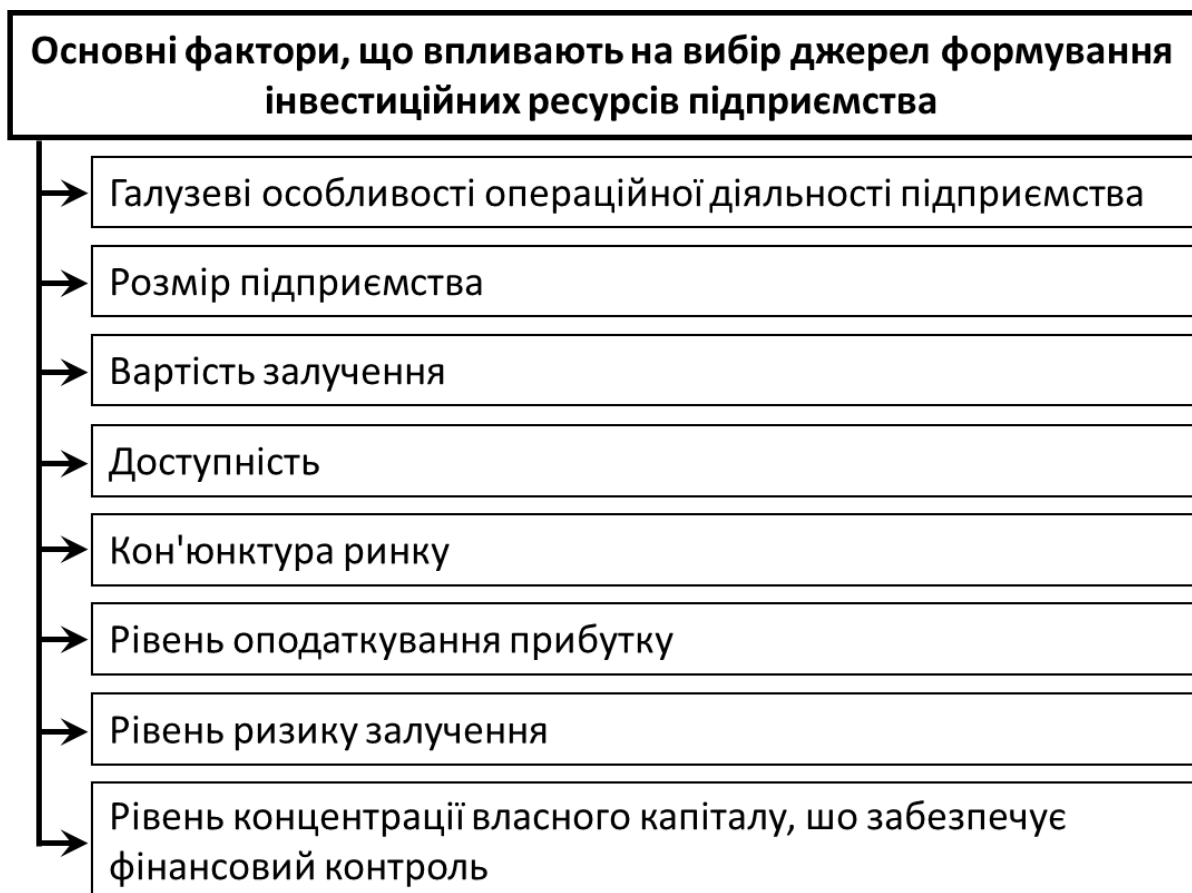


Рис. 4.7. Основні фактори, що впливають на вибір джерел формування інвестиційних ресурсів підприємства

При оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів необхідно враховувати переваги та недоліки кожної їх групи (рис. 4.8).





Рис. 4.8. Переваги та недоліки різних джерел формування інвестиційних ресурсів

Можна виділити два найбільш поширені критерії оптимізації внутрішніх та зовнішніх джерел формування інвестиційних ресурсів.

1. Забезпечення високої фінансової стійкості організації, яка визначається коефіцієнтом самофінансування, тобто часткою власних ресурсів в загальній сумі інвестиційних ресурсів, що залучаються до фінансування інвестиційної діяльності.

2. Максимізація суми прибутку від інвестиційної діяльності. При різних поєднаннях внутрішніх та зовнішніх джерел максимізація прибутку досягається в результаті ефекту фінансового важеля {або фінансового левериджу}.

Суть ефекту фінансового важеля полягає в тому, що виникає можливість використовувати капітал, взятий в борг під дисконтований відсоток, для інвестицій, що приносять більш високий дохід, ніж сплачений відсоток. Ідею фінансового важеля формально можна виразити наступними формулами.

Ставка дохідності власного капіталу ( $D_{BK}$ ) визначається за формулою:

$$D_{BK} = \frac{ЧП}{BK} \quad (4,1)$$

де  $ЧП$  – чистий прибуток після сплати податків;

$BK$  – власний капітал.

Чистий прибуток ( $ЧП$ ) можна виразити через його складові:

$$ЧП = (BK + Зд) \times r - Пв \quad (4,2)$$

де  $(BK + Зд) \times r$  – дохід на загальну суму інвестованого капіталу;

$Z_d$  – довгострокова заборгованість;

$i$  – відсотки по довгостроковій заборгованості;

$r$  – ставка доходності інвестованого капіталу (власний капітал + довгострокова заборгованість);

$P_B$  – відсоткові платежі по непогашеній частині довгострокової позики з урахуванням податку.

Формулу ставки прибутковості власного капіталу перетворимо, підставивши в неї значення чистого прибутку ( $ЧП$ ):

$$ЧП = \frac{(BK + Z_d) \times r - P_B}{BK} = r + \frac{Z_d}{BK} \times (r - i) \quad (4,3)$$

Цей вислів показує ефект важеля, який представлений позитивною величиною. Другий доданок – відношення позикового капіталу і власного капіталу, помножене на різницю між прибутком від чистих активів і вартістю сплачених відсотків за кредитами з урахуванням податку. Таким чином, завдяки залученим коштам ( $Z_d$ ) доходність власного капіталу прискорено зростає, якщо  $r > i$ .

Коли частка боргу в структурі капіталу збільшується, доходність власного капіталу зростає, так як в кожному випадку доходність інвестицій вища вартість сплачених кредиторам відсотків. Така ситуація існує у багатьох економічно розвинутих країнах. Для вітчизняної економіки у багатьох випадках вартість залученого капіталу поки що вища, ніж власного капіталу.

Вартість інвестиційних ресурсів, як правило, має найбільш суттєве значення для підприємства в процесі їх залучення для забезпечення інвестиційної діяльності.

Інвестиційні ресурси, як відомо, можуть бути отримані за рахунок різних джерел. Їх залучення пов'язане з певними витратами (виплатою дивідендів по акціях, відсотків по облігаційних та банківських позиках тощо). Ці витрати представляють собою ціну джерел формування інвестиційних ресурсів.

Загальна сума коштів, яку потрібно сплачувати за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражена у відсотках до цього обсягу, називається ціною капіталу (*cost of capital*).

Оскільки у більшості випадків кошти для інвестування залучаються з декількох джерел, то вартість капіталу формується під впливом необхідності забезпечувати якийсь усереднений рівень доходності. Тому середньозважена вартість капіталу (*weighted average cost of capital – WACC*) може бути визначена як той рівень доходності, який має приносити інвестиційна діяльність, щоб можна було забезпечити отримання всіма категоріями інвесторів доходу, аналогічного тому, що вони могли б отримати від альтернативних вкладень з тим ж рівнем ризику.

Оскільки ціна кожного джерела інвестиційних ресурсів різна, ціна капіталу підприємства розраховується за формулою середньої арифметичної зваженої. Вагами є частка кожного з джерел коштів у загальній їх сумі:

$$WACC = \sum_{i=1}^n \text{ЦД}_i \times \text{ЧД}_i \quad (4.4)$$

де  $WACC$  – ціна всього авансованого підприємством капіталу – середньозважена вартість капіталу, %;

$\text{ЦД}_i$  – ціна  $i$ -го джерела коштів;

$\text{ЧД}_i$  – питома вага  $i$ -го джерела коштів у загальній їх сумі.

Показник  $WACC$  відображає сформований на підприємстві мінімум повернення на вкладений у його діяльність капітал. Проблема розрахунку  $WACC$  полягає у обчисленні вартості одиниці капіталу, отриманого з конкретного джерела інвестицій. Для деяких джерел, наприклад, для банківського кредиту, її можна обчислити досить просто. Для інших джерел це зробити досить важко. При цьому точне обчислення  $WACC$  в принципі неможливо. Проте навіть приблизне знання ціни капіталу необхідне підприємству для порівняльного аналізу ефективності вкладення коштів в його діяльність.

Тому коротко зупинимось на методичних підходах до визначення ціни окремих джерел формування інвестиційних ресурсів.

**Визначення ціни банківського кредиту.** У загальному випадку ціна будь-якого джерела позикових коштів – це ставка відсотка, яку позичальник змушений платити кредитору. Якщо для отримання позики відповідно до умов кредитної угоди потрібні ще якісь витрати (наприклад, отримання гарантії, оформлення застави, страхування кредиту за рахунок позичальника), то їх розмір слід врахувати в ціні капіталу. Крім того, існують так звані протиподаткові ефекти («податковий щит»), якщо податкове законодавство дозволяє на величину витрат, пов'язаних з виплатою відсотків, зменшувати оподатковуваний прибуток. Тому необхідно вносити певні корективи в ціну цього джерела фінансових ресурсів.

**Ціна облігаційної позики.** Для нового випуску облігаційної позики при розрахунку його ціни крім витрат на емісію необхідно враховувати вплив можливої різниці між ціною реалізації облігацій та їх номінальною вартістю, яка утворюється, зокрема, за рахунок видатків з випуску облігацій і продажу їх на умовах дисконту.

**Ціна акціонерного капіталу.** Величина власного капіталу являє собою вартісну оцінку випущених та розміщених акціонерним товариством акцій. Відповідно ціна власного капіталу як джерела інвестиційних ресурсів приблизно дорівнює рівню дивідендів, що виплачуються акціонерам. При цьому важливо враховувати, що умови та порядок виплати дивідендів за привілейованими і звичайними акціями різні.

**Оцінка вартості амортизації, прибутку до оподаткування і нерозподіленого прибутку.** З одного боку, амортизація, як відомо, є інструментом накопичення капіталу для інвестиційної діяльності, а з іншого – витратами виробництва. Тому її цінність для підприємства повинна бути визначена з урахуванням протиподаткового ефекту. У той же час використання амортизації як джерела фінансування інвестицій ніяк не пов'язане з реальними

витратами. При такому підході амортизація виявляється найдешевшим для підприємства внутрішнім джерелом інвестиційних ресурсів.

Прибуток до оподаткування, як і амортизація, є найдешевшим та найпривабливішим джерелом інвестиційних ресурсів.

В основі розрахунку вартості джерела «нерозподілений прибуток» також лежить принцип альтернативної вартості. Чистий прибуток підприємства в буквальному сенсі належить акціонерам і є формою компенсації за надання капіталу. Власники підприємства можуть або виплатити прибуток у формі дивідендів, або не розподіляти прибуток і знову її реінвестувати.

Якщо власники приймають рішення розподілити прибуток, то має місце альтернативна вартість – акціонери могли б отримати прибуток у вигляді дивідендів і вкласти їх в інші акції, облігації, нерухомість тощо. Якщо ж власники вважали за краще інвестувати цей прибуток у власне підприємство, голосуючи за реінвестування частини свого прибутку, акціонери припускають, що для них вигідно вкладення прибутку в ринкові активи цього підприємства, оскільки доходність при реінвестування буде не менше, ніж доходність при інвестуванні дивідендів поза межами підприємства. У певному сенсі така операція рівносильна придбанню ними нових акцій.

З урахуванням такого підходу ціна джерела коштів «нерозподілений прибуток» прирівнюється до ціни джерела коштів «звичайні акції» (при цьому слід використовувати формули для розрахунку вартості вже існуючих акцій).

**Оптимальна структура інвестиційного капіталу** – це таке співвідношення власних та позикових джерел формування інвестиційних ресурсів, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто мінімізується. Послідовність етапів такої оптимізації наведена на рис. 4.9.

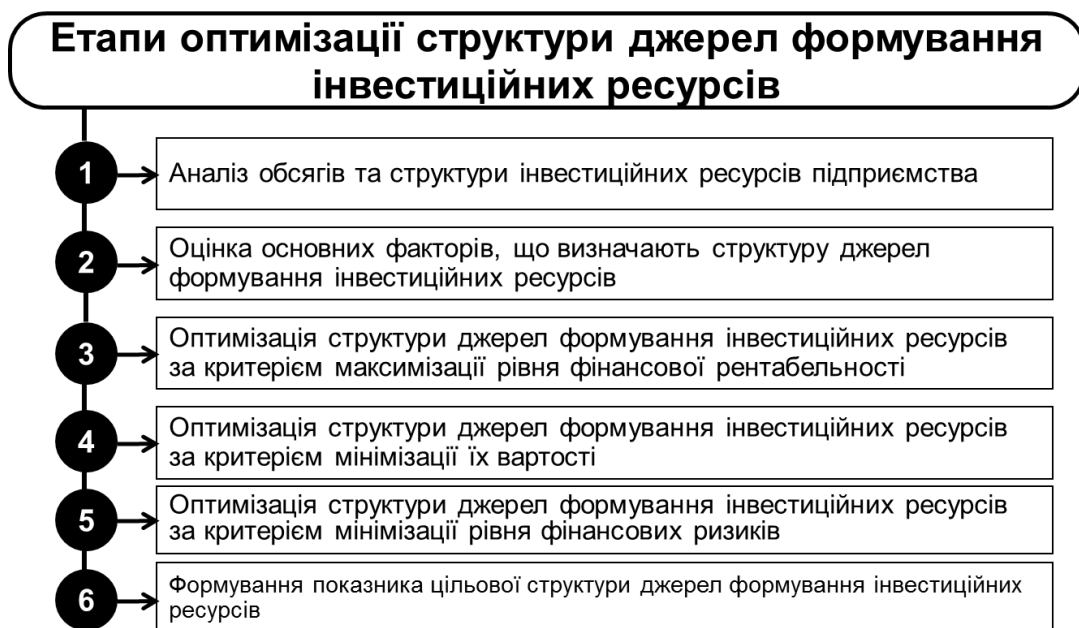


Рис. 4.9. Етапи оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів

## Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що таке інвестиційні ресурси підприємства?
2. За якими ознаками класифікуються інвестиційні ресурси підприємства?
3. Які принципи формування інвестиційних ресурсів підприємства?
4. Що таке політика формування інвестиційних ресурсів?
5. Які етапи розробки політики формування інвестиційних ресурсів?
6. Які є внутрішні джерела інвестиційних ресурсів підприємства?
7. Які є зовнішні джерела інвестиційних ресурсів підприємства?
8. Які основні фактори, що впливають на вибір джерел фінансування інвестицій?
9. Що таке вартість інвестиційного капіталу?
10. Які є варіанти визначення середньозваженої вартості інвестиційного капіталу?
11. Яка структура інвестиційного капіталу вважається оптимальною?
12. Які етапи оптимізації структури інвестиційного капіталу?
13. Які методи існують для визначення обсягу необхідних інвестиційних ресурсів?
14. Які джерела фінансування інвестиційних ресурсів належать до власних?
15. У яких випадках при реалізації інвестиційних проєктів доцільно використовувати повне самофінансування?
16. Чи завжди вигідно використовувати позикові кошти?

## Тестові завдання

1. Інвестиційні ресурси підприємства – це:
  - а) усі види грошових та інших активів, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування;
  - б) кошти підприємства, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування;
  - в) власні кошти підприємства, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування;
  - г) власні кошти підприємства та позикові ресурси, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування.
2. Джерелом внутрішніх інвестицій є:
  - а) фонд відшкодування;
  - б) фонд накопичення;
  - в) інноваційний фонд;
  - г) фонд заробітної плати.
3. До основних джерел фінансування інвестицій відносять:

- а) змішані;
- б) залучені;
- в) власні;**
- г) позичені;

**4. До зовнішніх джерел фінансування інвестицій відносять:**

а) прибуток, амортизаційні відрахування, довгострокові кредити банків, іноземні інвестиції;

**б) залучені фінансові ресурси, фінансові кошти від продажу цінних паперів, кошти державного та місцевого бюджетів, кошти іноземних інвесторів;**

в) власні фінансові ресурси, кошти державного та місцевого бюджетів, довгострокові кредити банку;

г) статутний капітал, фонд нагромадження, фонд матеріального заохочення, інші спеціальні фонди.

**5. Усі види грошових та інших активів підприємства, які можуть бути використані для здійснення інвестиційної діяльності називають:**

- а) фінансові ресурси;
- б) джерела фінансування інвестицій;
- в) форми фінансового забезпечення капіталовкладень;
- г) інвестиційні ресурси.**

**6. Діяльність щодо надання фінансової підтримки, сума якої не підлягає оподаткуванню є:**

- а) субсидювання;
- б) спонсорство;**
- в) донорство;
- г) надання грантів.

**7. До переваг власного капіталу належать:**

- а) простота залучення;**
- б) обмеженість обсягу залучення;
- в) широкі можливості залучення;
- г) висока вартість порівняно з іншими джерелами формування капіталу.

**8. До елементів позикового капіталу не належать:**

- а) короткострокові кредити банків;
- б) пайовий капітал;**
- в) поточні забезпечення;
- г) відстрочені податкові зобов'язання.

**9. До елементів власного капіталу належать:**

- а) резервний капітал;
- б) додатковий капітал;
- в) неоплачений капітал;

**г) усі відповіді вірні.**

**10. Доход, отриманий від розміщення акцій власної емісії за цінами, які перевищують номінальну вартість, відображається у складі:**

- а) зареєстрованого капіталу;
- б) додаткового капіталу;**
- в) вилученого капіталу;
- г) неоплаченого капіталу.

**11. До довгострокового позикового капіталу підприємства не належать:**

- а) довгострокові кредити банків;
- б) відстрочені податкові зобов'язання;
- в) інші довгострокові зобов'язання;
- г) поточні забезпечення.**

**12. До короткострокового позикового капіталу підприємства не належать:**

- а) поточна кредиторська заборгованість за розрахунками;
- б) поточні забезпечення;
- в) поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями;**
- г) цільове фінансування.

**13. Показник вартості капіталу використовується в діяльності підприємства для:**

- а) оцінювання прибутковості операційної діяльності;
- б) оцінювання ефективності фінансового інвестування;
- в) оцінювання рівня ринкової вартості підприємства;
- г) усі відповіді вірні.**

**14. Показник, що дозволяє порівняти вартість залучення кредиту на умовах різних банків із середніми умовами на фінансовому ринку – це:**

- а) плече фінансового левериджу;
- б) грант-елемент;**
- в) диференціал фінансового левериджу;
- г) податковий коректор.

**15. Показник, що дозволяє врахувати при визначенні вартості позикового капіталу зменшення бази оподаткування при стягненні податку на прибуток підприємств – це:**

- а) плече фінансового левериджу;
- б) диференціал фінансового левериджу;
- в) податковий коректор;**
- г) грант-елемент.

**16. Середньозважена вартість капіталу підприємства показує:**

- а) середню ціну капіталу підприємства, сформованого з позикових джерел;
- б) середню ціну капіталу підприємства, сформованого з власних джерел;
- в) середню ціну капіталу підприємства, сформованого з усіх джерел;**
- г) усі відповіді вірні.

**17. Фактори, що впливають на рівень середньозваженої вартості капіталу підприємства:**

- а) середня відсоткова ставка, що склалася на фінансовому ринку;
- б) доступність різних джерел фінансування;
- в) галузеві особливості операційної діяльності;
- г) усі відповіді вірні.**

**18. Оптимальна структура капіталу – це:**

- а) таке співвідношення власних та позикових коштів, при якому забезпечується максимізація рівня фінансової рентабельності;
- б) таке співвідношення використання власних та позикових коштів, при якому забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності й коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства;**
- в) таке співвідношення власних та позикових коштів, при якому забезпечується максимізація чистого прибутку;
- г) таке співвідношення власних та позикових коштів, при якому забезпечується найвищий рівень фінансової стійкості.

**19. Фактори, що впливають на рівень середньозваженої вартості капіталу підприємства:**

- а) середня відсоткова ставка, що склалася на фінансовому ринку;
- б) доступність різних джерел фінансування;
- в) галузеві особливості операційної діяльності;
- г) усі відповіді вірні.**

**20. За критерієм максимізації фінансової рентабельності оптимальним вважається:**

- а) співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує найбільше нарощення рентабельності власного капіталу внаслідок ефекту фінансового левериджу і при цьому диференціал не перетворюється на від'ємну величину;**
- б) співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує найбільшу середньозважену вартість капіталу;
- в) співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує найменшу середньозважену вартість капіталу або найменшу граничну вартість у разі додаткового залучення коштів;
- г) співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує операційний прибуток, вищий за граничний.



## **Тема 5**

### **Правила прийняття інвестиційних рішень**

1. Методичні підходи до оцінки й відбору реальних інвестицій.
2. Методи та критерії оцінки ефективності проектів реальних інвестицій.
3. Методи оцінки ліквідності реальних інвестиційних проектів.

#### **1. Методичні підходи до оцінки й відбору реальних інвестицій**

Найбільш відповідальним етапом у процесі прийняття інвестиційних рішень оцінка доцільності та ефективності інвестицій. Від її повноти та об'єктивності суттєво залежить результативність реалізації як окремих інвестиційних програм і проектів, так і в цілому мети та завдань інвестиційної діяльності підприємства. Вирішення цього завдання базується на правильності вибору та застосування методичного інструментарію оцінки.

Аналіз наукової літератури засвідчує, що існує широке коло прийомів та методів, які дозволяють здійснювати оцінку доцільності та ефективності інвестицій. У вітчизняній практиці нині певною мірою конкурують два підходи і відповідні їм методики: а) абсолютної і порівняльної ефективності капітальних вкладень, що використовувалися в практиці управління централізованою радянською економікою; б) статичні (прості) та динамічні (фінансові) методи, обґрунтовані західною економічною наукою і використовувані багатьма зарубіжними підприємствами. При цьому варто відмітити, що між показниками першого підходу і статичними методами другого існує певна методична подібність. З розвитком ринкових відносин в Україні розширюється сфера застосування зарубіжного досвіду, основу якого формують методи оцінки інвестицій, побудовані на дисконтованих чистих грошових потоках.

Слід зазначити, що зарубіжні підприємства, інституціональні інвестори та фінансові організації самі визначають базові засади оцінки інвестицій, використовуючи ті чи інші стандартизовані прийоми та методи. Разом з тим, в останні десятиліття сформувались і загальні підходи до розробки та прийняття інвестиційних управлінських рішень. Вони включаються в стандартний алгоритм ухвалення інвестиційних рішень (рис. 5.1).

Цей алгоритм передбачає прогнозування грошових потоків інвестиційного проекту в розрізі операційної, інвестиційної та фінансової діяльності на всю тривалість його життєвого циклу. При цьому грошові потоки від інвестиційної діяльності показують витрати на придбання чи побудову активів проекту, а також можливі надходження від реалізації чи ліквідації цих активів у кінці життєвого циклу проекту. Грошовий потік від операційної діяльності показує всі витрати та результати використання (експлуатації) активів у виробничому процесі. Грошовий потік від фінансової діяльності дозволяє отримати інформацію про фінансові можливості підприємства

реалізації його інвестиційних проектів, потребу у залученні на ці цілі додаткових фінансових ресурсів, вартість та частку кожного джерела їх формування, а також абсолютний фінансовий результат по кожному з часових періодів.



Рис. 5.1. Алгоритм ухвалення інвестиційних рішень

Вибір системи показників для оцінки ефективності інвестиційних проектів ґрунтується на певних принципах. Найбільш суттєві серед них наведені на наступному рис. 5.2.

У ринковій економіці сформульовані такі вимоги до аналітичного апарату, вихідних даних і представленню результатів розрахунків, що пов'язані з оцінкою економічної ефективності інвестиційних проектів.

1. Аналітичний апарат для оцінки інвестиційного проекту повинен базуватися на зіставленні доходів (прибутків), отриманих у результаті вкладення фінансових коштів у проект, з альтернативними можливостями вкладення цих коштів у інші фінансові активи.

2. Для визначення ефективності інвестиційного проекту процес його реалізації повинен бути розгорнутим у часі та включати всі основні фази інвестиційного циклу.

3. Вихідні дані для розрахунків ефективності проекту повинні включати:

- розгорнуту в часі виробничу програму;
- ціни на продукцію;
- прямі виробничі витрати (ті, що залежать від масштабів виробництва);
- накладні витрати та інші платежі (у тому числі витрати, що не залежать від масштабів виробництва);
- розгорнутий у часі процес фінансування капітального будівництва;
- структуру інвестиційних витрат;
- джерела надходження інвестиційних коштів (акції, кредити та ін.).

4. Вихідні дані й аналітичний апарат повинні забезпечити можливість реконструкції розгорнутого в часі потоку платежів, який включає інвестиції, поточні витрати та доходи від операційної діяльності.

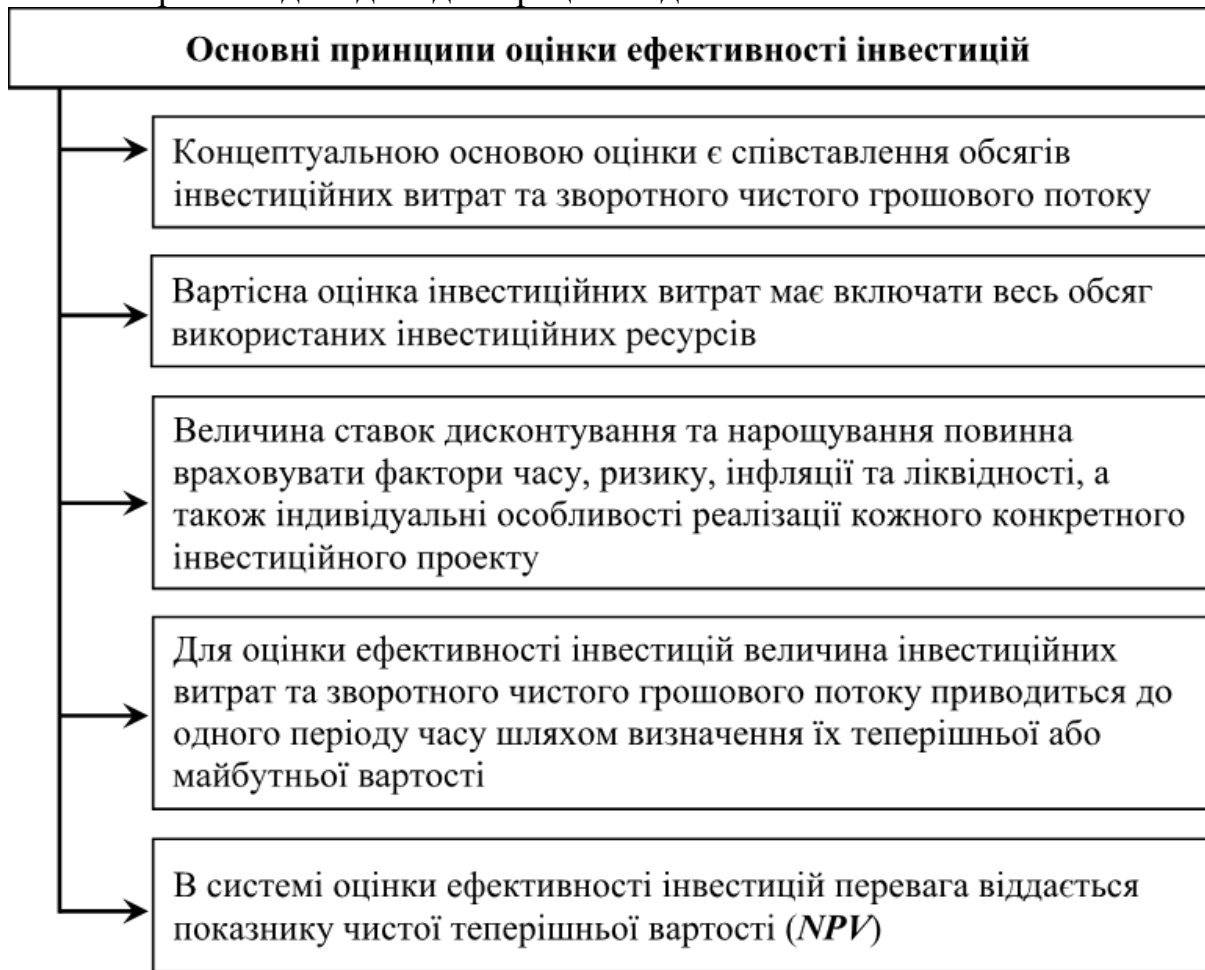


Рис. 5.2. Принципи побудови системи оцінки ефективності інвестиційних проектів

5. Для співставлення розподілених у часі платежів вони повинні бути приведені до одного часового періоду за допомогою дисконтування. Ставка дисконтування обирається виходячи з конкретних альтернатив розміщення капіталу.

З цією метою існуючий або очікуваний рівні позикового відсотку. При цьому конкретними орієнтирами виступають – доходність державних цінних паперів, банківських операцій тощо з урахуванням умов діяльності інвестора.

При оцінці ефективності інвестиційного проекту повинен враховуватися фактор ризику, який виражається у вигляді можливого зменшення віддачі від вкладеного капіталу порівняно з очікуваною величиною. З метою виявлення та зниження ризику вкладень повинен бути проведений аналіз сталості інвестиційного проекту у відношенні його параметрів і зовнішніх факторів.

Серед зовнішніх факторів при оцінці ефективності проекту враховують загальний рівень інфляції, імовірнісна зміна цін за основними категоріями витрат, величина позикового відсотка за кредитами. Величина цих показників

повинна базуватися на макроекономічних прогнозах економічного розвитку країни та відповідної галузі.

б. Вихідні дані для розрахунків економічної ефективності інвестиційного проекту представляються у формі та структурі, прийнятих на конкретному підприємстві, а результати розрахунків – у обсязі та формі, прийнятих у міжнародній практиці.

Існують два основні підходи до фінансової оцінки інвестиційних проектів, які утворюють теоретичний фундамент аналізу реальних 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 вдалимими 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.

**Базові правила прийняття інвестиційних рішень** такі: проблеми інвестування; природа інвестицій; оцінка майбутніх витрат і вигод; додаткові грошові потоки; не обігові витрати; дисконтування майбутніх грошових потоків (рис 5.3).

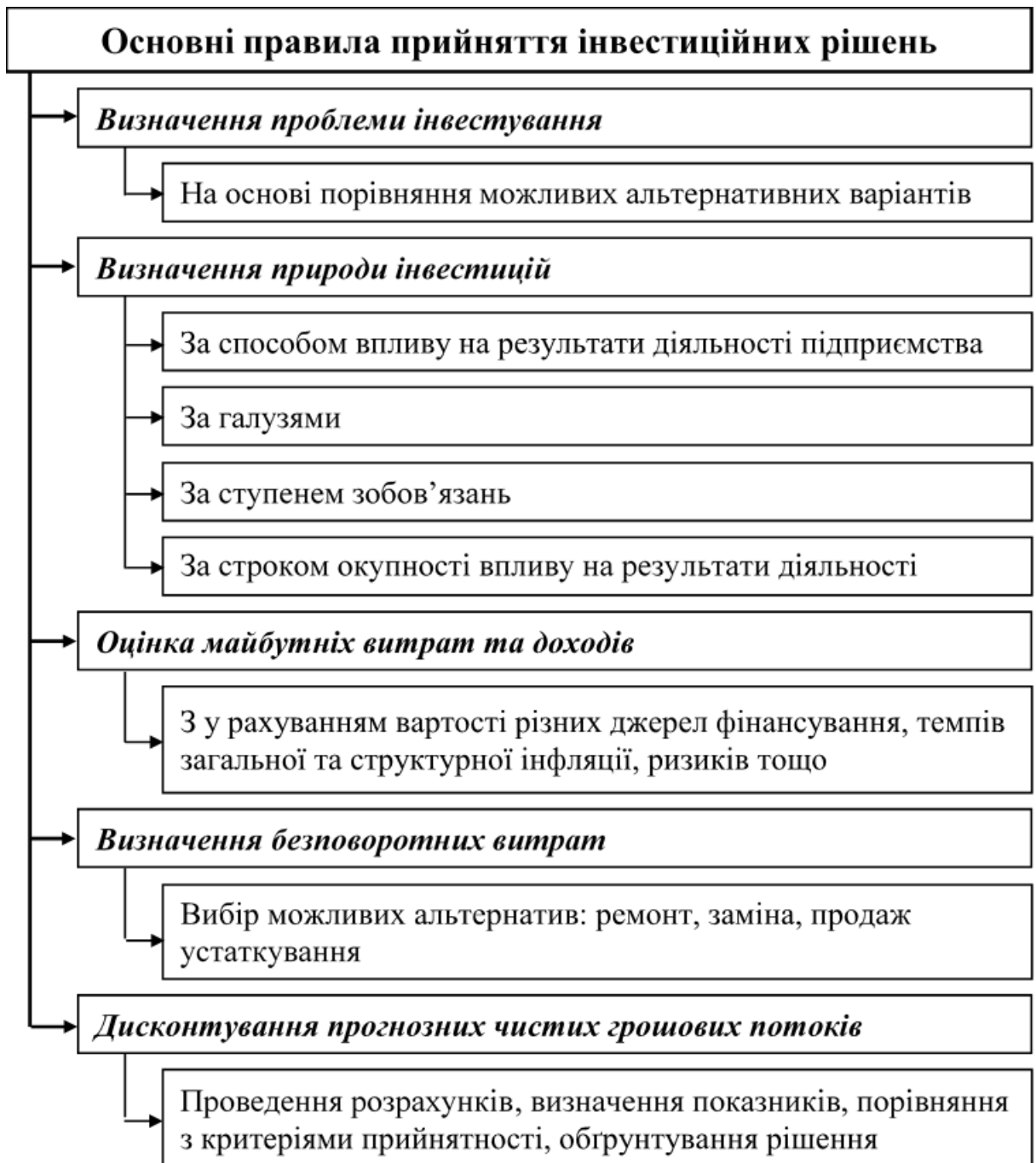


Рис. 5.3. Основні правила вибору інвестиційних рішень

## 2. Методи та критерії оцінки ефективності проектів реальних інвестицій

Для практичної реалізації реальних інвестицій власники та менеджери підприємства проводять необхідні обґрунтування, які документально оформляються у вигляді інвестиційного проекту. Інвестиційний проект може мати різну форму, яка включає проектно-конструкторську документацію та техніко-економічні обґрунтування. Економічні розрахунки по інвестиційному проекту, як правило, оформляються у вигляді його бізнес-плану. Більш детально це питання ми розглянемо в одній з наступних тем. А зараз зупинимось на окремих визначеннях, що стосуються оцінки ефективності інвестиційного проекту.

**Інвестиційний проект** – комплекс взаємозв'язаних заходів, призначених для досягнення впродовж заданого часу і при встановленому бюджеті чітко певної мети і завдань

При оцінці інвестиційного проекту необхідно «перекласти» проектну документацію мовою **грошових потоків**

**Грошовий потік інвестиційного проекту** – поперіодні вигоди (витрати, збитки), які генерує проект

**Горизонт планування інвестиційного проекту** – це час, впродовж якого відбуваються припливи і відтоки грошових коштів за проектом

**Чистий (вільний) грошовий потік** (*free cash flow, FCF*) – сукупність реальних значень грошових сум кожного періоду (років, кварталів, місяців), що залишаються у розпорядженні інвесторів :

$$FCF = ПР_{оп} \times (1 - П_{пр}) - A - KB - \Delta OK, \quad (5.1)$$

де,  $ПР_{оп}$  – операційний прибуток;

$П_{пр}$  – ставка податку на прибуток;

$A$  – амортизація;

$KB$  – капітальні вкладення;

$\Delta OK$  – зміни (приріст, зниження) обсягів оборотного капіталу.

У арсеналі сучасного інвестиційного менеджменту є запропонований наукою потужний методичний інструментарій проведення оцінки доцільності та ефективності інвестиційного проекту. Він базується на алгоритмі, наведеному на рис. 5.4.

Як і будь-які управлінські рішення, оцінка ефективності інвестицій потребує якісного інформаційного забезпечення. Тому особи, які приймають такі рішення здійснюють збір, попередню оцінку, систематизацію, накопичення та зберігання необхідної інформації. В подальшому ця інформація обробляється та інтерпретується.

Раніше уже зазначалося, що базою для оцінки ефективності інвестицій виступає грошовий потік. Для оцінки грошового потоку використовуються всі

витрати та надходження, пов'язані зі створенням та експлуатацією активів інвестиційного проекту за весь період його життєвого циклу.

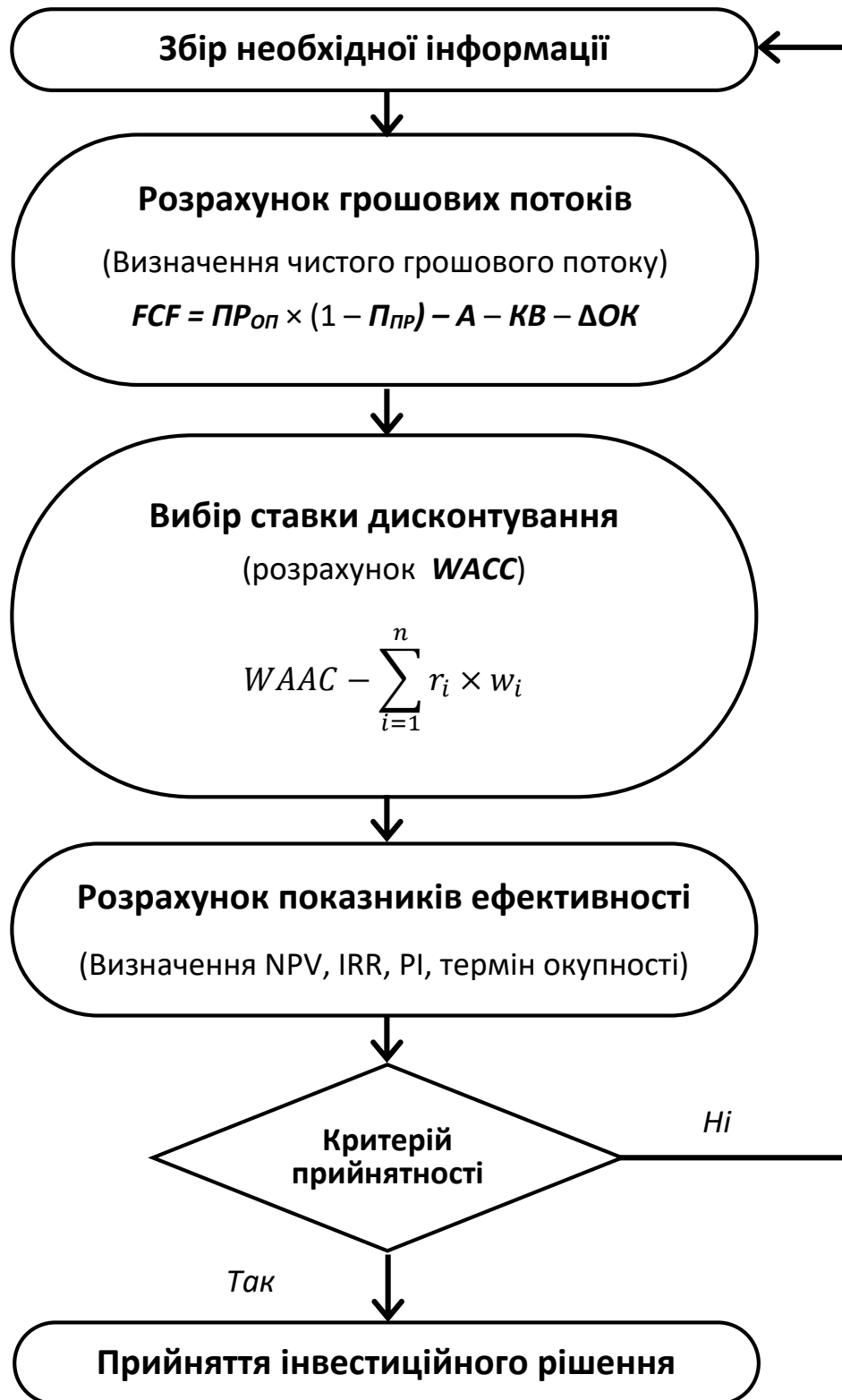


Рис. 5.4. Алгоритм прийняття інвестиційних рішень

Розраховані чисті грошові потоки інвестиційного проекту підлягають дисконтуванню. З цією метою використовують середньозважену ціну джерел фінансування інвестицій.

На основі отриманих даних проводиться розрахунок окремих показників, що є основою для прийняття інвестиційних рішень. Розраховані показники порівнюються із загальноприйнятими або встановленими самим підприємством критеріями прийнятності. Якщо вони відповідають цим критеріям, то приймається рішення про доцільність реалізації проекту. В іншому випадку він відхиляється чи підлягає додатковому аналізу та новим обґрунтуванням.

Нині в практиці інвестиційної діяльності використовують такі основні критерії ефективності інвестиційних проектів:

- чиста теперішня вартість (*NPV*)
- внутрішня норма доходності (*IRR*)
- індекс прибутковості (*PI*)
- період окупності (*PBP*) та його модифікації
- модифікована внутрішня норма доходності (*MIRR*) (рис. 5.5)



Рис. 5.5. Основні критерії ефективності інвестиційних проектів

Коротко зупинимося на їх характеристичі.

**Чиста теперішня (приведена) вартість** (*net present value, NPV*) – сума первинних вкладень (інвестицій) та приведеної за допомогою операції дисконтування до початкового періоду вартості усіх майбутніх грошових потоків проекту.

$$NPV = CF_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (5.1)$$

де,  $CF_0$  – грошовий потік нульового періоду (первинні інвестиції);

$CF_t$  – грошовий потік періоду  $t$ ;

$n$  – життєвий цикл (термін дії проекту), часових періодів;

$r$  – ставка дисконтування (середньозважена вартість інвестованого капіталу).



**Приклад розрахунку NPV.** Підприємство планує до реалізації інвестиційний проект який потребує 1285,0 тис. грн початкових інвестицій (початковий період) і генерує наступні грошові потоки (тис. грн.): 1-й період – 480,0, 2-й – 500,0, 3-й – 540,0 та 4-й – 550,0. Необхідно визначити *NPV* цього проекту, якщо ставка дисконтування становить 20%.

Застосуємо формулу визначення *NPV* :

$$NPV = -1285 + \frac{480}{(1+0.20)^1} + \frac{500}{(1+0.20)^2} + \frac{540}{(1+0.20)^3} + \frac{550}{(1+0.20)^4} = 40 \text{ тис. грн}$$

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Головний і найчастіше використовуваний показник, що дозволяє виявити проекти, які забезпечують інвестору прибуток</li> <li>✓ Враховує зміну вартості грошей у часі</li> <li>✓ Простий у сприйнятті та інтерпретації</li> <li>✓ Легко розраховується в Excel (вбудована формула)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Показник дуже чутливий до вибору ставки дисконтування</li> <li>✓ Визначити потрібну ставку дисконтування не завжди просто (вона повинна адекватно відбивати ризик проекту)</li> <li>✓ Досить чутливий до ефекту масштабу проекту</li> </ul>

Рис. 5.6. Переваги та недоліки показника *NPV*

**Індекс прибутковості** (*profitability index, PI*) – показник, що характеризує віддачу однієї грошової одиниці, вкладеної в проект.

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{[CF_0]} = \frac{CF_0 - NPV}{CF_0} \quad (5.2)$$

де,  $CF_0$  – грошовий потік нульового періоду (первинні інвестиції);

$CF_t$  – грошовий потік періоду  $t$ ;

$n$  – життєвий цикл (термін дії проекту), часових періодів;

$r$  – ставка дисконтування (середньозважена вартість інвестованого капіталу).

*NPV* – чиста теперішня вартість

**Приклад розрахунку PI.** Використаємо дані попереднього прикладу та застосуємо формулу визначення *PI* :

$$PI = \frac{\frac{480}{(1+0.20)^1} + \frac{500}{(1+0.20)^2} + \frac{540}{(1+0.20)^3} + \frac{550}{(1+0.20)^4}}{|-1285|} = 1,03$$

Перевіримо розрахунок за формулою, що включає розраховане значення  $NPV$ :

$$PI = \frac{-1285 - 40}{-1285} = 1,03$$



Рис. 5.7. Переваги та недоліки показника  $PI$

**Внутрішня норма доходності** (*internal rate of return, IRR*) – ставка дисконтування, яка зрівнює сьгоднішні вкладення і вартість усіх майбутніх грошових потоків від проекту. Тобто, ця ставка перетворює значення  $NPV$  у нуль. Іншими словами – це максимальна ставка дисконтування, при якій проект залишається беззбитковим.

$$0 = CF_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} \quad (5.3)$$

де,  $CF_0$  – грошовий потік нульового періоду (первинні інвестиції);

$CF_t$  – грошовий потік періоду  $t$ ;

$n$  – життєвий цикл (термін дії проекту), часових періодів;

Метод лінійної інтерполяція для визначення  $IRR$

$$IRR \approx r_1 + \frac{NPV(r_1)}{NPV(r_1) - NPV(r_2)} \times (r_2 - r_1) \quad (5.4)$$

Для розрахунків необхідно вибрати дві ставки дисконтування  $r_2 > r_1$ , причому вони мають бути такими, щоб значення  $NPV$  для більшої з них було негативним, а від меншої – позитивним.

**Приклад** розрахунку  $IRR$  (метод лінійної інтерполяції). Використаємо дані наведеного раніше прикладу.

**Крок 1.** Треба вибрати довільну ставку дисконтування  $p$ , при якій у проекті буде позитивне значення  $NPV$ . Оскільки ми уже маємо таке значення, переходимо до наступного кроку.

**Крок 2.** Вибираємо довільну ставку дисконтування  $r_2$  ( $r_2 > r_1$ ), при якій у проекту буде негативне значення  $NPV$ . Спробуємо узяти 25%. В цьому випадку отримуємо  $NPV(r_2) =$

$$NPV = -1285 + \frac{480}{(1+0.25)^1} + \frac{500}{(1+0.25)^2} + \frac{540}{(1+0.25)^3} + \frac{550}{(1+0.25)^4} = -79,2$$

Таке значення цілком відповідає алгоритму розрахунку.

**Крок 3.** Підставляємо отримані значення параметрів у формулу лінійної інтерполяції:

$$IRR \approx 0,20 + \frac{40}{40 - (-79,2)} \times (0,25 - 0,20) = 0,2168$$

або 21,68%.

Точне значення  $IRR$  цього проекту становить 21, 59%. Як бачимо, наближена формула дала нам досить незначну похибку. Ця похибка тим менша, чим менша відстань між значеннями  $r_1$  та  $r_2$ .

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Враховує зміну вартості грошей у часі</li> <li>✓ Легко розраховується в Excel (вбудована формула)</li> <li>✓ Вагомий інструмент оцінки дохідності проекту</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Для неординарного грошового потоку можлива множинність значень <math>IRR</math>, або у цього показника взагалі не буде жодного значення</li> <li>✓ Складніша інтерпретація, ніж у <math>NPV</math> та <math>PI</math></li> </ul>

Рис. 5.8. Переваги та недоліки показника  $IRR$

Істотним недоліком показника  $IRR$ , який обмежує сферу його застосування, є те, що для проектів з неординарними грошовим потоками можлива множинність значень  $IRR$ , або й взагалі відсутність жодного значення. При цьому під неординарними грошовим потоками розуміють такі, які в окремі часові періоди змінюють значення з негативного на позитивне (або навпаки) більше ніж один раз. Нижче наведено умовний приклад таких проектів:

Одночасно кілька значень $IRR$ для проекту	
$t$	$CF_t$
0	-1590
1	3570
2	-2000
$IRR_1 = 7,30\%$ $IRR_2 = 17,25\%$	

Жодного значення $IRR$ для проекту	
$t$	$CF_t$
0	1000
1	-3000
2	-2500
$IRR$ для проекту не існує	

З метою усунення цих недоліків методу внутрішньої норми доходності був розроблений та запропонований до практичного використання її модифікований варіант.

**Модифікована внутрішня норма доходності** (*modified internal rate of return, MIRR*) – ставка дисконтування, яка зрівнює вкладення, приведені до сьогодення, і майбутню вартість усіх позитивних грошових потоків від проекту.

$$\sum_{t=0}^n \frac{|COF_t|}{(1+r)^t} = \frac{\sum_{t=1}^n (1+WACC)^{n-t} CIF_t}{(1+MIRR)^n} \quad (5.5)$$

де,  $COF_t$  – відтік грошових коштів в періоді  $t$

$CIF_t$  – приплив грошових коштів в періоді  $t$

$r$  – ринкова ставка доходності (альтернативна вартість капіталу)

$WACC$  – середньозважена вартість капіталу проекту

$n$  – тривалість проекту (періодів)

**Період окупності** (*payback period, PBP*) – мінімальне число часових періодів, необхідних для того, щоб доходи, генеровані проектом, покрили первинні витрати (інвестиції).

Використаємо дані наведеного раніше інвестиційного проекту.

Таблиця 5.1

Приклад розрахунку періоду окупності проекту

Період ( $t$ )	Грошові потоки ( $CF_t$ )	Накопичені грошові потоки
0	– 1285	
1	480	– 805
2	500	– 305
3	540	235
4	550	785
<b><math>PBP = 3</math> роки</b>		Точне значення <b><math>PBP = 2,56</math> роки</b>

Проект в третьому часовому періоді повністю відшкодує його первинні інвестиції. Тобто, його простий термін окупності становить **три роки**.

Рис. 5.9. Переваги та недоліки показника  $PBP$

Для усунення окремих недоліків цього показника використовують дисконтований період окупності

**Дисконтований період окупності** (*discounted payback period, DPBP*) – це число часових періодів, необхідне для відшкодування інвестицій за рахунок дисконтованих грошових потоків.

Використаємо дані наведеного раніше інвестиційного проекту.

Таблиця 5.2

Приклад розрахунку дисконтованого періоду окупності проекту

Період ( $t$ )	Грошові потоки ( $CF_t$ )	Дисконтовані грошові потоки	Накопичені дисконтовані грошові потоки
0	- 1285	- 1285	
1	480	400,0	- 885
2	500	347,2	- 537,8
3	540	312,5	- 225,3
4	550	265,2	39,9
<b><math>DPBP = 4</math> роки</b>		Точне значення <b><math>DPBP = 3,85</math> роки</b>	

За дисконтованими чистими грошовими потоками проект повністю відшкодує його первинні інвестиції у **четвертому часовому періоді**. Якщо не встановлено конкретних критеріїв прийнятності показника дисконтований термін окупності, то даний проект є прийнятним оскільки повністю окупиться в рамках його життєвого циклу.

Розглянуті показники оцінки ефективності мають свої критерії прийнятності. Ці критерії диференціюють для незалежних та альтернативних проектів (табл. 5.3).

Таблиця 5.3

Критерії прийнятності незалежних та альтернативних проектів

Критерії	Незалежні проекти	Альтернативні проекти
<b><math>NPV</math></b>	Приймається будь-який проект з позитивною $NPV$	Приймається проект з більшим значенням $NPV$
<b><math>IRR / MIRR</math></b>	Приймається будь-який проект, для якого $IRR / MIRR$ більше ставки дисконтування	Приймається проект з більшим значенням $IRR / MIRR$ , якщо воно більше ставки дисконтування
<b><math>PI</math></b>	Приймається будь-який проект з $PI$ більше одиниці	Приймається проект з великим значенням $PI$ , якщо воно більше одиниці
<b><math>PBP</math></b>	Приймається будь-який проект, термін окупності якого менше життєвого циклу проекту	Приймається проект з меншим терміном окупності, якщо його значення менше життєвого циклу

Незалежні проекти – це такі проекти, вибір одного з яких не впливає на можливість інвестора вибрати один або кілька інших проектів з числа аналізованих.

Альтернативні проекти – це такі проекти, вибір одного з яких виключає на можливість інвестора вибрати будь-який інший проект з числа аналізованих.

### 3. Методи оцінки ліквідності реальних інвестиційних проектів

Економічна діяльність підприємства має безпосередній зв'язок з таким складним та багатоаспектним явищем як ліквідність. У спеціальній літературі досліджуються такі її аспекти:

*ліквідності підприємства* – характеризує спроможність його швидкої реалізації при банкрутстві або самоліквідації;

*ліквідності активів* – визначає можливість трансформації їх ринкової вартості у грошову (абсолютно ліквідну) форму та забезпечує поточну платоспроможність підприємства;

*ліквідності об'єктів інвестування* – забезпечує потенційну можливість швидкого реінвестування капіталу при змінній кон'юктурі інвестиційного ринку).

Перші два види ліквідності відносяться до уже існуючих (створених) активів, а тому виступають безальтернативними варіантами об'єктів цієї ліквідності. Третій вид ліквідності пов'язаний із запланованими інвестиційними операціями та вибором альтернативних об'єктів, що забезпечують різний рівень ефективності. Ця альтернативність управлінських рішень визначає необхідність постійного врахування фактору ліквідності при оцінці доцільності та ефективності здійснення інвестиційних проектів.

Ліквідність об'єктів інвестування має суттєвий вплив на рівень прибутковості відповідних інвестиційних операцій. Чим нижче ліквідність окремих об'єктів (інструментів) інвестування, тим відповідно вище повинен бути необхідний рівень їх дохідності, що забезпечує відшкодування фінансових втрат, пов'язаних з майбутньою високою тривалістю їх реалізації при реінвестування. Взаємозв'язок цих показників носить зворотний характер і формує шкалу «дохідність - ліквідність», визначальну кількісні пропорції їх рівнів в процесі здійснення операцій, пов'язаних з інвестуванням капіталу. Таким чином, фактор ліквідності є об'єктивним фактором, що обумовлює вибір управлінських рішень щодо формування рівня прибутковості відповідних інвестиційних операцій.

Концепція ліквідності у контексті інвестицій полягає в об'єктивній оцінці її рівня по запланованих об'єктах інвестування з метою забезпечення необхідного рівня дохідності, який компенсує можливе уповільнення грошового обороту при реінвестування капіталу.

І. О. Бланк [1] виділяє наступні види ліквідності в контексті управління реальними та фінансовими інвестиціями.

*Ліквідність* – це здатність окремих видів майнових цінностей бути швидко конвертованими в грошову форму без втрати своєї поточної вартості в

умовах сформованої кон'юнктури ринку. Таке поняття ліквідності характеризує її як функцію часу (періоду можливого продажу) і ризику (можливої втрати вартості майна при терміновій його продажу).

**Ліквідність інвестицій** – характеристика об'єктів інвестування (як реальних, так і фінансових) за їхньою здатністю бути реалізованими протягом короткого періоду часу без втрати своєї реальної ринкової вартості при зміні раніше прийнятих інвестиційних рішень і необхідності реінвестування капіталу.

**Ліквідність індивідуальних об'єктів інвестування** – характеристика ліквідності стосовно окремих конкретних об'єктів (інструментів) інвестування.

**Ліквідність інвестиційного портфеля** – загальна характеристика ліквідності по всій сформованій сукупності інвестиційних об'єктів (інструментів інвестування).

**Рівень ліквідності інвестицій** – показник, що характеризує можливу швидкість реалізації об'єктів (інструментів) інвестування по їх реальної ринкової вартості.

**Абсолютна ліквідність інвестиція** – характеристика терміноволіквідних інвестицій, які можуть бути конвертовані в грошову форму в технічно обумовлений термін їх реалізації (зазвичай до 7 днів). Прикладом інвестицій з абсолютною ліквідністю є депозитні вклади до запитання, розміщені в найбільш надійних комерційних банках; високо котируються на фондовому ринку державні короткострокові облігації з високою ставкою прибутковості тощо.

**Співвідношення рівня прибутковості і ліквідності інвестицій** – одна з основних базових концепцій інвестиційного менеджменту, обумовлена зворотним зв'язком цих двох показників. Відповідно до цієї концепції зниження рівня ліквідності інвестицій має супроводжуватися при інших рівних умовах підвищенням необхідного рівня їх прибутковості.

**Премія за ліквідність** – додатковий дохід, що виплачується інвестору, з метою відшкодування ризику можливих фінансових втрат, пов'язаних з низькою ліквідністю об'єктів (інструментів) інвестування.

Для оцінки ліквідності інвестицій використовуються два основні критерії: 1) за часом трансформації та 2) за розмір фінансових втрат.

Для оцінки ліквідності інвестицій за часом трансформації використовують наступні критерії (табл. 5.4).

Таблиця 5.4

## Групування ліквідності інвестицій за часом трансформації

Види інвестицій	Критерії
Інвестиції з високою ліквідністю	Інвестування в інструменти, що мають, як правило, можливість дуже швидко трансформуватися в грошовий еквівалент без втрати вартості взагалі
Інвестиції з середньою ліквідністю	Вкладення мають середні показники ліквідності по ринку та властивість конвертації у грошові кошти від одного до шести місяців без суттєвих втрат у своїй ринковій вартості

Інвестиції з низькою ліквідністю	Дані інвестиції можуть трансформуватися в грошові кошти за термін більше шести місяців
Неліквідні інвестиції	Дані інвестиції неможливо конвертувати у грошовий еквівалент самостійно інвестору, а лише у складі будь-якого комплексу

Оцінка ліквідності інвестицій за часом реалізації може бути проведена не тільки по окремих об'єктах, а й в цілому по інвестиційним портфелем. При цьому розраховується:

а) *частка терміново ліквідних інвестицій у їх загальному обсязі:*

$$d_{мл} = \frac{I_{мл}}{I} \cdot 100, \quad (5.6)$$

де  $I_{мл}$  – сумарна оцінка вартості терміново ліквідних інвестицій;  
 $I$  – загальний обсяг інвестицій;

б) *частка низьколіквідних інвестицій у загальному їх обсязі:*

$$d_{нл} = \frac{I_{нл}}{I} \cdot 100, \quad (5.7)$$

де  $I_{нл}$  – сумарна оцінка вартості низьколіквідних інвестицій;

в) *коефіцієнт співвідношення терміново ліквідних та низьколіквідних інвестицій:*

$$K_c = \frac{I_{мл} + I_{вл}}{I_{нл} + I_{сл}}, \quad (5.8)$$

де  $I_{вл}$  – сумарна оцінка високоліквідних активів;

$I_{сл}$  – сумарна оцінка середньоліквідних активів.

Чим вищим є значення цього коефіцієнта, тим більш ліквідним вважається інвестиційний портфель.

Оцінка ліквідності за рівнем фінансових втрат проводиться на базі аналізу окремих видів фінансових втрат і витрат. До фінансових втрат, викликаних трансформацією об'єкта інвестування у грошові засоби, відносять часткову втрату первинних вкладень капіталу у зв'язку із реалізацією об'єкта незавершеного будівництва, реалізацією цінних паперів в період їхнього низького котирування. До фінансових витрат, пов'язаних із ліквідністю інвестицій належать суми податків, сплачених при реалізації об'єкта, комісійна винагорода посередників тощо.

Оцінка ліквідності інвестицій за рівнем фінансових втрат здійснюється шляхом співвіднесення цієї суми до суми інвестицій. Низький рівень



виражається у показнику 5 %, середній – 6–10 %, високий – 11–20 % і дуже високий – більше 20 %.

Методичний інструментарій врахування фактору ліквідності, що формується на основі розглянутих базових понять цієї категорії, дозволяє вирішувати основне коло завдань, що визначаються при підготовці відповідних управлінських рішень в процесі інвестиційного менеджменту. Диференціація цього методичного інструментарію відображає наступну систематизацію задач беручи до уваги фактор ліквідності в процесі управління інвестиційною діяльністю підприємства (рис. 5.10).

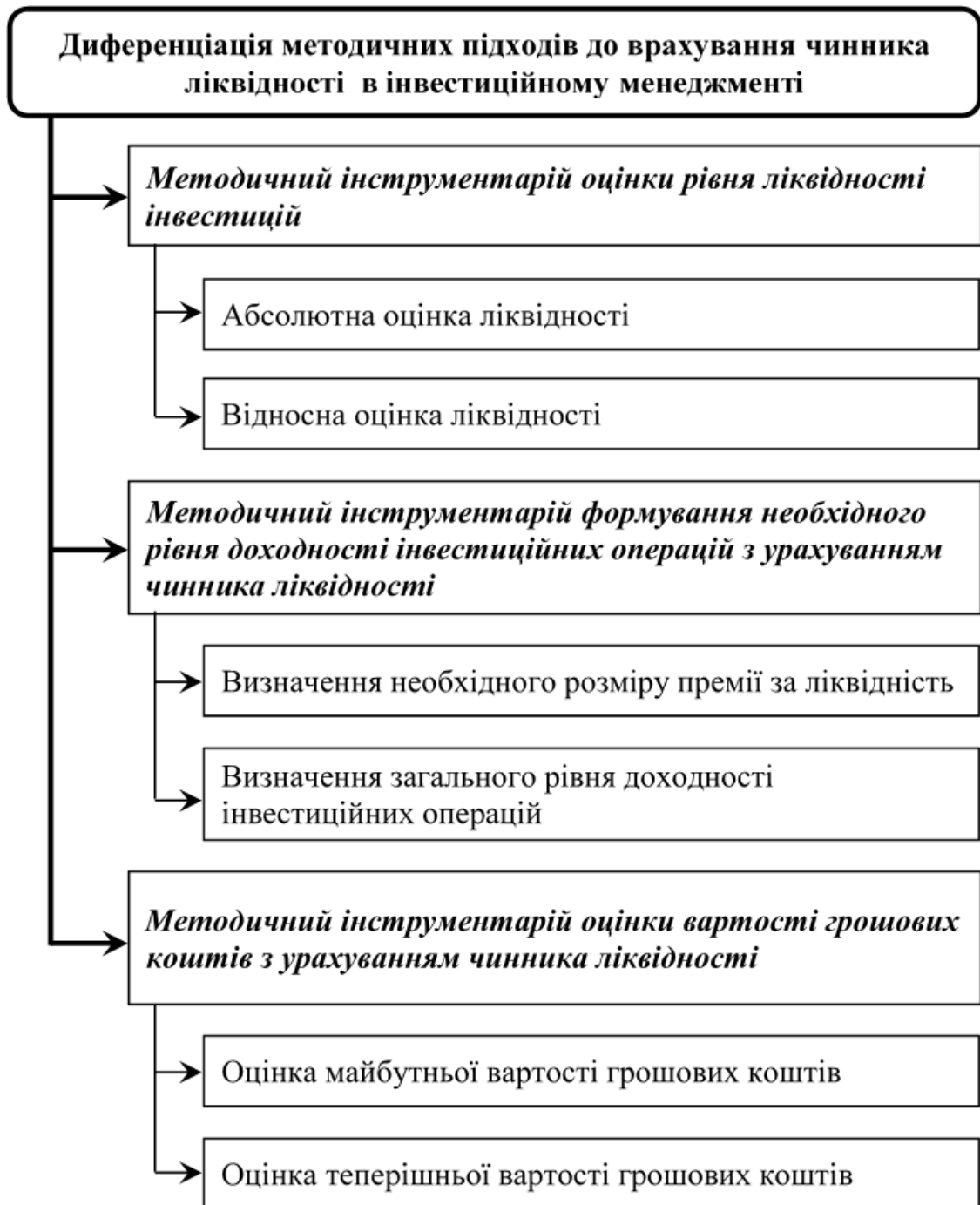


Рис. 5.10. Основні методичні підходи до врахування чинника ліквідності в інвестиційному менеджменті підприємства.

## Питання для самоконтролю

1. Яка роль і значення оцінки доцільності та ефективності інвестиційних проектів?
2. Які основні принципи визначення ефективності інвестиційних проектів?
3. Що таке потік платежів? Як він визначається?
4. Які методичні підходи використовуються при оцінці економічної ефективності інвестиційних проектів?
5. Що таке чиста теперішня (приведена) вартість, як розраховується даний показник?
6. Що таке строк окупності, як розраховується даний показник?
7. Для чого необхідно визначати внутрішню норму доходності проекту, що вона показує, як визначається?
8. Який економічний зміст індексу рентабельності, як він розраховується?
9. Що таке коефіцієнт ефективності інвестицій, як він визначається?
10. У чому полягає проблема і складність вибору найбільш ефективного інвестиційного проекту з певної кількості доступних проектів?
11. Основні рекомендації до прийняття інвестиційних рішень.
12. Чому при оцінці інвестицій віддається перевага показнику NPV?

## Тестові завдання

1. Ануїтет - це:
  - а) серія виплат будь-яких сум, що здійснюються через рівні інтервали часу;
  - б) серія вкладів або виплат рівних сум, що здійснюються через певні інтервали або певну кількість періодів;**
  - в) серія виплат рівних сум, що здійснюються через будь-які інтервали часу;
  - г) усі відповіді вірні.
  
2. Якщо  $m$  - кількість разів нарахування складного відсотку протягом одного року тоді:
  - а) відсоткова ставка зменшується в  $m$  разів;**
  - б) відсоткова ставка збільшується в  $m$  разів;
  - в) кількість періодів зменшується в  $m$  разів;
  - г) кількість періодів збільшується в  $m$  разів.
  
3. У випадку застосування схеми пренумерандо фінансовий результат порівняно зі схемою постнумерандо завжди буде:
  - а) менше;
  - б) однаковий;
  - в) більше;**
  - г) залежно від кількості періодів нарахувань;

**4. За методом постнумерандо нарахування відсотків здійснюється:**

- а) на початку кожного інтервалу;
- б) не менше одного разу на рік;
- в) в кінці кожного інтервалу;**
- г) немає правильної відповіді.

**5. Основним недоліком методу простого періоду окупності є:**

- а) приблизність отриманого результату;
- б) неврахування додаткових грошових потоків проекту;
- в) неврахування зміни вартості грошей у часі;**
- г) недоцільність використання для порівняння багатьох альтернатив.

**6. Для очікуваної ефективності інвестиційних проектів в сучасній практиці інвестиційного менеджменту використовуються наступні основні показники:**

- а) чисту теперішню вартість;
- б) внутрішню норму дохідності;
- в) період окупності;
- г) всі відповіді вірні.**

**7. Індекс дохідності (коефіцієнт чистого дисконтованого доходу) – це:**

- а) співвідношення витрат і дисконтованої вартості інвестицій;
- б) співвідношення чистого дисконтованого доходу і дисконтованої вартості інвестицій;**
- в) чисту теперішню вартість;
- г) дисконтовану вартість інвестицій.

**8. Якщо значення індексу дохідності менше або дорівнює одиниці, то:**

- а) проект має бути прийнятий за будь-яких обставин, так як він є надзвичайно прибутковим;
- б) рішення має бути прийняте на розсуд інвестора;
- в) проект повинен бути відхилений в зв'язку з тим, що він не принесе додаткового доходу інвестору;**
- г) вірної відповіді немає.

**9. Під чистою теперішньою вартістю розуміють:**

- а) співвідношення витрат і дисконтованої вартості інвестицій;
- б) різницю між приведеними до теперішньої вартості сумою чистого грошового потоку за період експлуатації інвестиційного проекту і сумою інвестованих в його реалізацію коштів;**
- в) співвідношення чистого дисконтованого доходу і дисконтованої вартості інвестицій;
- г) індекс дохідності.

**10. За методом чистої теперішньої вартості проект схвалюється, якщо:**

- а)  $NPV < 0$ ;
- б)  $NPV = 0$ ;
- в)  $NPV > 0$ ;**
- г) проект схвалюється у будь-якому випадку;

**11.  $NPV$  представляє собою:**

- а) різницю між майбутньою вартістю потоку майбутніх вигод та поточною вартістю теперішніх і майбутніх витрат проекту протягом усього його циклу;
- б) майбутню вартість вигод від зроблених капіталовкладень;
- в) поточну вартість вигод від зроблених капіталовкладень;
- г) алгебраїчну дисконтовану суму поточної вартості майбутніх вигод та поточної вартості теперішніх і майбутніх витрат проекту протягом усього його циклу.**

**12. Внутрішня норма доходності:**

- а) відображає норму дисконту, за якої  $NPV$  дорівнює нулю;**
- б) ставка відсотка, за якої проект стає збитковим;
- в) ставка відсотка, за якої проект є прибутковим;
- г) сума грошового потоку в результаті реалізації проекту.

**13. Неможливо однозначно встановити значення  $IRR$  проектів, у яких:**

- а) існує різний масштаб проекту;
- б) зміна знаку чистих грошових потоків відбувається більше одного разу;**
- в) існує різна тривалість проекту;
- г) один з проектів є складним.

**14. При взаємовиключних проектах найчастіше використовуються методи:**

- а) тільки  $NPV$ ;
- б) тільки  $IRR$ ;
- в)  $NPV$  та  $IRR$ ;**
- г)  $NPV$ ,  $IRR$  та  $BCR$ ;

**15. Коефіцієнт рентабельності інвестицій (індекс доходності) – це:**

- а) співвідношення між сумою приведених доходів та сумою приведених на ту ж дату витрат;**
- б) співвідношення між сумою приведених витрат та сумою приведених доходів;
- в) співвідношення між середньорічною величиною чистого доходу і сумою інвестицій;
- г) немає правильної відповіді.

**16. Термін окупності – це:**

- а) період часу між першими інвестиційними витратами і останніми доходами проекту;

б) період часу, необхідний для виходу на проектну потужність активів, створених за рахунок реалізації інвестицій;

**в) період часу, протягом якого інвестиції будуть повернуті за рахунок доходів, отриманих від реалізації проекту;**

г) усі відповіді вірні.

**17. По відношенню до результату, отриманого за методом простого періоду окупності, дисконтований період:**

а) більший;

б) результати однакові;

в) залежить від складності та тривалості проекту;

**г) менший.**

**18. Два інвестиційні проекти називаються незалежними, якщо:**

а) середня доходність перевищувала доходність еталонного портфелю, що свідчить про неефективне управління портфелем;

б) частка цінних паперів одного емітента в інвестиційному портфелі фінансового посередника не перевищує 5%;

**в) рішення про прийняття одного з них не впливає на рішення про прийняття іншого;**

г) рішення про прийняття одного з них впливає на рішення про прийняття іншого.

**19. Внутрішня норма прибутковості – це:**

**а) норма дисконту, за якої  $NPV$  дорівнює нулю;**

б) норма дисконту, за якої проект стає збитковим;

в) норма дисконту, за якої проект є прибутковим;

г) сума грошового потоку в результаті реалізації проекту.

**20. Ліквідність інвестицій – це:**

а) максимальна сума, яку може отримати інвестор від продажу активів, створених за рахунок його інвестиційних ресурсів;

б) залишкова вартість об'єкта інвестування на момент його ліквідації;

**в) здатність інвестицій бути реалізованими протягом короткого періоду часу без втрати своєї реальної ринкової вартості;**

г) час, на протязі якого інвестор може отримати дохід від реалізації об'єкта інвестування, рівний початковим інвестиціям на його створення.

## Тема 6

# Інвестиційна стратегія підприємства

1. Сутність інвестиційної стратегії та її роль у розвитку підприємства.
2. Принципи, методи та основні етапи формування інвестиційної стратегії підприємств.
3. Обґрунтування стратегічних напрямків та форм інвестиційної діяльності.

### 1. Сутність інвестиційної стратегії та її роль у розвитку підприємства

Важливим та ефективним інструментом управління інвестиційною діяльністю підприємства є його інвестиційна стратегія. Необхідність та актуальність її розробки зумовлена тим, що в умовах ринку відбувається постійна та динамічна зміна основних складових зовнішнього та внутрішнього середовища, що формують ключові умови економічної, у тому числі й інвестиційної, діяльності підприємства. Тому ефективне управління інвестиційними процесами не можливе без розробки та реалізації інвестиційної стратегії, яка визначає механізми адаптації до таких можливих змін у майбутньому.

**Інвестиційна стратегія** – це система довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що визначаються загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення<sup>14</sup> [ ].

Характеризуючи інвестиційну стратегію яка важливий компонент управління економічною діяльністю підприємства слід зазначити, що з цієї точки зору вона повинна містити достатній запас стійкості від постійних змін та коректив. Разом з тим, важливо забезпечити необхідний рівень її гнучкості та різнобічності, які обумовлюються ключовими параметрами стану та динаміки внутрішнього і зовнішнього оточення підприємства. Це означає, що по-перше, вона має враховувати темпи та інтенсивність змін цих параметрів факторів, які відбуваються під впливом змін у державній інвестиційній політиці та формах регулювання інвестиційної діяльності, коливань кон'юнктури інвестиційного ринку та його окремих сегментів, а також розвитку науково-технологічного прогресу у сферах, що впливають на організацію та технологію виробничої діяльності підприємства. Ігнорування цих факторів можуть призвести не лише до зниження ефективності його діяльності, а й до повного краху, що робить непотрібною і навіть шкідливою само інвестиційну стратегію.

<sup>14</sup> Лахметкина Н.И. Инвестиционная стратегия предприятия: учебное пособие / Н.И. Лахметкина. – 7-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2014. – 232 с.

I, по-друге, при формуванні інвестиційної стратегії необхідно врахувати характер майбутнього етапу життєвого циклу підприємства, оскільки для кожного з них характерні власні напрямки та форми інвестиційної діяльності, рівень інвестиційної активності підприємства, специфіка формування інвестиційних ресурсів. Врахування цих особливостей впливає на зміст, визначення доцільних напрямків та масштабів інвестиційної діяльності, її ресурсне забезпечення та ефективність реалізації окремих програм і проектів.

Розглядаючи економічну сутність інвестиційної стратегії слід зазначити, що за визначенням вона розглядається як програма інвестиційних вкладень на досить тривалий період господарської діяльності кожного підприємства. Тому пов'язана перш за все з довгостроковими інвестиціями. Це дає підстави для дискусії стосовно тривалості часового періоду, на який розробляється інвестиційна стратегія. У вирішенні цього питання не може бути жорстких критеріїв, все залежить від конкретних умов здійснення господарської діяльності підприємства. В одних випадках інвестиційна стратегія може розроблятися на 3-5 років, а в інших – на 10 і більше років.

Встановлення підприємством певної тривалості стратегічного періоду зовсім не означає, що інвестиційна стратегія зводиться тільки до інвестиційних програм та проектів лише такої тривалості та ігнорує інвестиції з меншими строками реалізації. Всі вкладення інвестиційних ресурсів, незалежно від їх тривалості, здійснюються в єдиному інвестиційному потоці, а конкретне співвідношення їх обсягів визначається поточними об'єктивними умовами. При цьому в реальній господарській діяльності, як правило, існує тісний взаємозв'язок між певними видами інвестицій, тому одні їх види не можна здійснити без інших. Довгострокова інвестиційна програма потребує короткострокових вкладень, і навпаки. Тому інвестиційна стратегія підприємства включає всі види інвестицій підприємства у стратегічній перспективі, незалежно від термінів їх реалізації.

Економічна природа інвестиційних процесів підприємств реального сектору економіки полягає в тому, що для їх здійснення необхідний певний період часу для концентрації інвестиційних ресурсів. Іншими словами, інвестиційна діяльність підприємства стає можливою лише при наявності певного мінімального рівня накопичення коштів для інвестиційних цілей. Оскільки на початкових етапах діяльності підприємства, як правило, цих коштів не вистачає, то потрібен процес їх накопичення, який обов'язково передреє етапу реалізації інвестиційних програм та проектів. Це накопичення можна здійснити тільки шляхом вилучення з фонду споживання відповідного обсягу благ. Тому підприємства, які здійснюють інвестиції, стоять перед завданням пошуку оптимального співвідношення між заощадженнями для інвестицій і споживанням. Знаходження такого співвідношення є одним із найважливіших завдань розробки інвестиційної стратегії підприємства.

Формування інвестиційної стратегії в ринкових умовах досить часто відбувається при обмежених ресурсів, які підприємство спроможне залучити та виділити на реалізацію окремих інвестиційних програм та проектів. Тому важливим компонентом розроблюваної інвестиційної стратегії, який визначає її економічний зміст та роль у відтворювальному процесі підприємства є

оптимальний розподіл цих обмежених ресурсів між конкуруючими напрямками реалізації інвестицій. При цьому важливо, щоб обраний варіант їх розподілу в часі забезпечував генерування економічного ефекту від інвестиційних вкладень на якомога більш ранніх стадіях здійснення конкретної інвестиційної програми. При поетапному розподілі інвестицій та отриманні ефекту від них слід передбачати їх згладжування з метою мінімізації загальної потреби у інвестиційних ресурсах на протязі всього життєвого циклу інвестицій.

Ключовими елементами інвестиційної стратегії підприємства І.О. Бланк вважає політику управління реальними інвестиціями, політику управління фінансовими інвестиціями, політику формування інвестиційних ресурсів та політику управління інвестиційними ризиками<sup>15</sup> [ , с. 187] (рис. 6.1).

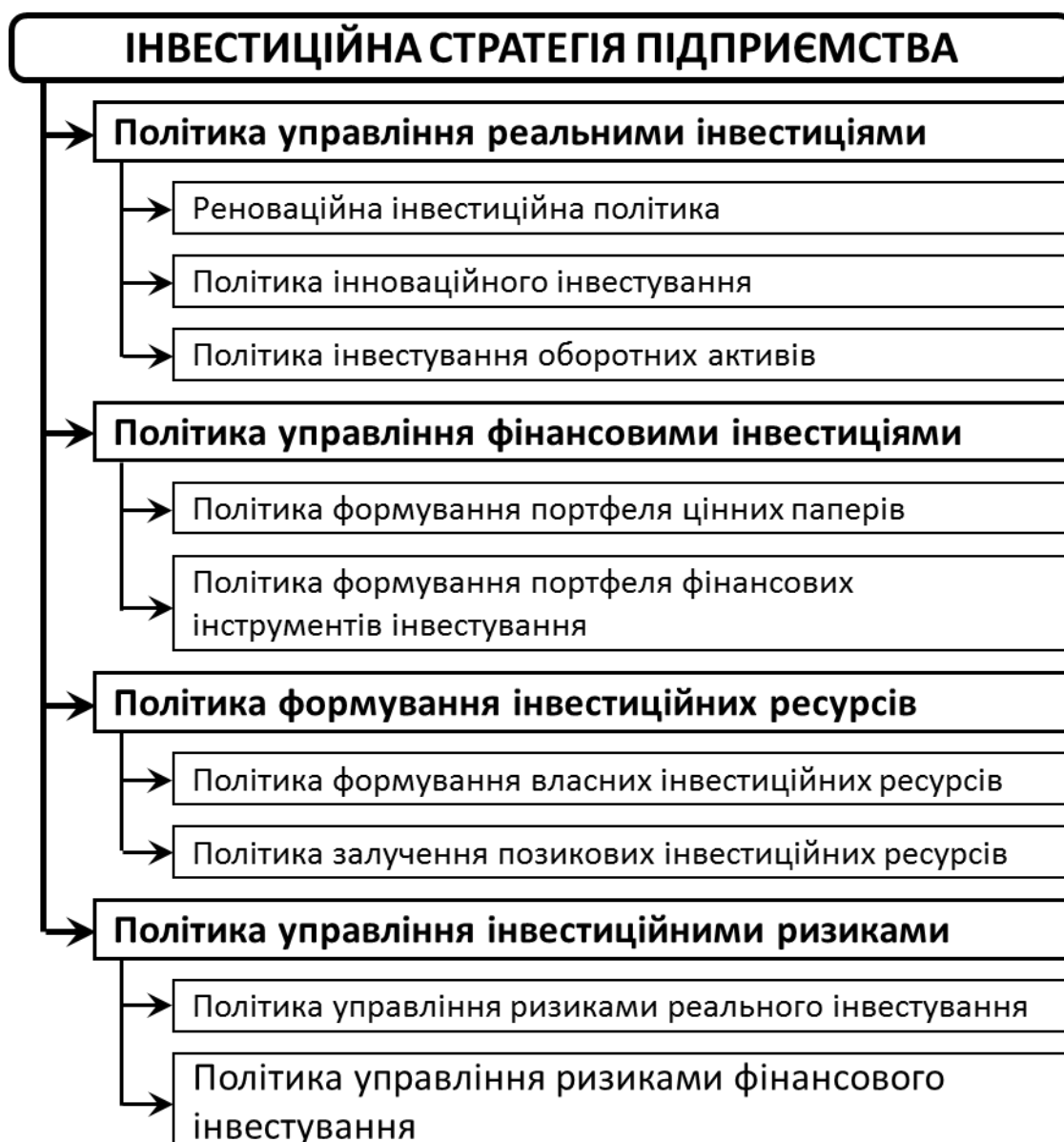


Рис. 6.1. Ключові елементи інвестиційної стратегії підприємства

<sup>15</sup> Бланк І.А. Інвестиційний менеджмент. Учебний курс / І.А. Бланк. – К.: Ельга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.



Інвестиційна стратегія є важливим компонентом загальної економічної стратегії підприємства і підпорядкована її ключовим цілям і завданням. Разом з тим, вона має і свої завдання. Зокрема, вона визначає:

- ключові напрями, форми, методи та технології здійснення інвестиційної діяльності підприємства;
- джерела формування інвестиційних ресурсів, форми та методи фінансування інвестиційної діяльності підприємства;
- етапність та послідовність досягнення стратегічних інвестиційних цілей та завдань підприємства;
- вектор та контури окремих напрямів інвестиційної діяльності підприємства та форми їх реалізації;
- систему ключових індикаторів та їх межові параметри для оцінки, аналізу, прогнозування, моделювання, моніторингу та контролю окремих аспектів інвестиційної діяльності підприємства.

Сучасна теорія стратегічного менеджменту для розробки різних видів та типів стратегії підприємства рекомендує виокремити об'єкти стратегічного управління. Стосовно інвестиційної стратегії такими об'єктами виступає інвестиційна діяльність:

- підприємства в цілому;
- стратегічної зони господарювання;
- стратегічного центру.

**Стратегічна зона господарювання** – це окремий сегмент економічної діяльності підприємства, який функціонує у контурі ряду суміжних галузей чи виробництв, що споріднені між собою спільним попитом чи аналогічними технологіями та використовуваною сировиною.

**Стратегічний інвестиційний центр** – це окремішній структурний підрозділ підприємства, спеціально сформований для виконання окремих функціональних завдань або напрямів інвестиційної діяльності з метою забезпечення ефективної діяльності окремих стратегічних зон господарювання.

Інвестиційна стратегія відіграє важливу роль у забезпеченні перспективного економічного розвитку підприємства, виступаючи у якості генерального плану його інвестиційної діяльності на довгострокову перспективу. Її функціональне призначення полягає у реалізації наступних довгострокових завдань:

- формування механізму ефективної реалізації довгострокових загальноекономічних та інвестиційних цілей перспективного соціально-економічного розвитку підприємства;
- визначення конкурентних переваг підприємства на фінансовому та інвестиційному ринках;
- оцінка реальних інвестиційних можливостей підприємства;
- формування адекватної інвестиційної політики у контурі реалізації пріоритетних напрямків інвестиційної стратегії підприємства;
- адаптація інвестиційної активності, а також форм і напрямків інвестиційної діяльності до специфіки кожній стадії життєвого циклу підприємства;
- формування інвестиційних програм і проєктів,

- об’єктивна оцінка інвестиційних альтернатив;
- синхронізація стратегічного, середньострокового, поточного та оперативного управління інвестиційними процесами підприємства;
- створення передумов для раціонального використання наявного інвестиційного потенціалу;
- забезпечення ефективного розподілу обмежених інвестиційних ресурсів між конкуруючими напрямками використання та їх активного маневру у процесі інвестиційної діяльності;
- прогнозування еventуальних сценаріїв розвитку інвестиційного середовища для своєчасної адаптації до них шляхом оперативної реалізації нових інвестиційних можливостей, або розробки заходів по локалізації та зниженню впливу на інвестиційну діяльність підприємства негативних факторів.

## **2. Принципи, методи та основні етапи формування інвестиційної стратегії підприємств**

Розробка інвестиційної стратегії підприємства має свою внутрішню логіку, яка визначається цільовими завданнями його загальної стратегії, специфікою операційної діяльності та потребами її інвестиційного забезпечення, станом та динамікою економічного оточення тощо. У загальному випадку процес розробки інвестиційної стратегії включає:

- формулювання пріоритетних цілей інвестиційної стратегії;
- оптимізацію структури джерел формування інвестиційних ресурсів та їх розподіл між ключовими напрямками інвестування;
- розробку інвестиційної політики за найбільш важливими напрямками та формами інвестування;
- організацію взаємовідносин із зовнішнім інвестиційним оточенням.

Успішність підготовки, обґрунтування та прийняття стратегічних інвестиційних рішень залежить від дотримання певних вимог або принципів. Основні з них наступні (рис 6.2).

Оскільки інвестиційна стратегія є частиною загальної економічної стратегії підприємства, то вона підпорядкована завданням забезпечення розвитку його виробничої діяльності. Тому головною передумовою формування інвестиційної стратегії є її адекватність та узгодженість зі стратегічними завданнями та спеціалізацією операційної діяльності.

Сучасна теорія стратегічного менеджменту серед базових стратегій операційної діяльності підприємства розглядає такі:

- стратегія обмеженого росту;
- стратегія прискореного зростання;
- стратегія скорочення (стиснення);
- стратегія поєднання (комбінування)<sup>16</sup> [ , с. 111].

<sup>16</sup> Пічугіна Т. С. Стратегічний менеджмент: навч. пос. / Т. С. Пічугіна, С. С. Ткачова, О. П. Ткаченко. – Х.: ХДУХТ, 2008. – 215 с.

Інвестиційна стратегія забезпечує реалізацію цих стратегій, а кожна з них має суттєвий вплив на її формування.

*Стратегію обмеженого зростання* переважно обирають підприємства зі сформованими і стабільними технологіями виробництва та асортиментом продукції в умовах досягнення стабільної конкурентної позиції та відсутності суттєвих кон'юнктурних коливань. Для таких умов характерна інвестиційна стратегія забезпечення стабільного відтворення чи обмеженого приросту активів, яка не передбачає суттєвих стратегічних змін інвестиційної діяльності.

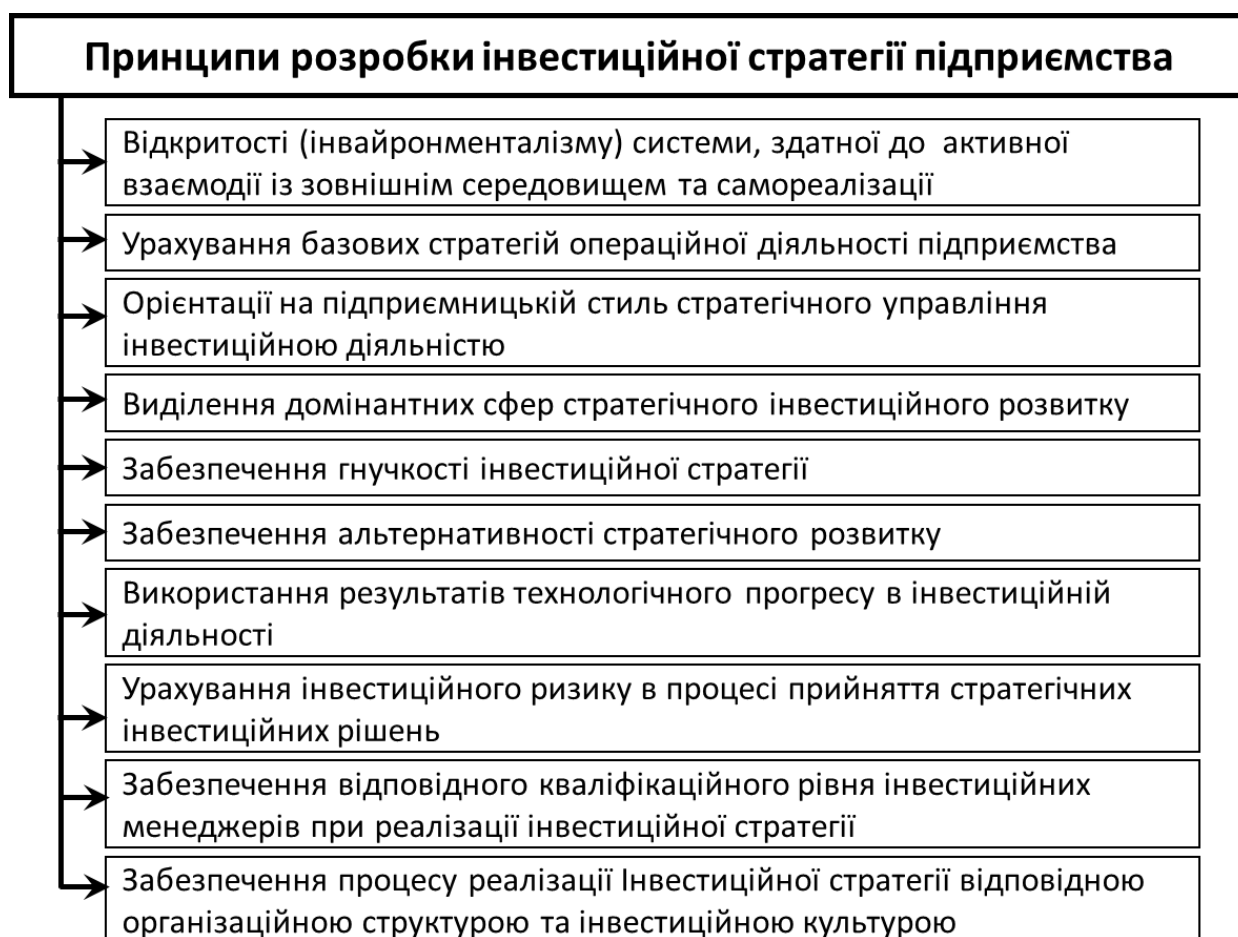


Рис. 6.2. Принципи розробки інвестиційної стратегії підприємства

На ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, як правило, віддають перевагу *стратегії прискореного зростання*, яка забезпечує динамічне збільшення обсягів економічної діяльності на основі впровадження новітніх досягнень науково-технічного прогресу. Це потребує залучення значних обсягів інвестиційних ресурсів для забезпечення високої динаміки стратегічного розвитку інвестиційної діяльності та її галузевої і просторової диверсифікації.

*Стратегію скорочення (стиснення)* обирають підприємства, що знаходяться в умовах фінансової кризи на заключних стадіях життєвого циклу. У рамках цієї стратегії передбачається суттєве скорочення асортименту продукції та обсягів виробництва, а також окремих елементів його матеріально-технічної бази. Інвестиційна стратегія в цих умовах спрямована на забезпечення високої маневреності вивільненого капіталу та активізацію його реінвестування

в об'єкти, які забезпечують відновлення фінансової стабільності та вихід із кризових ситуацій.

*Стратегія поєднання (комбінування)* характерна для великих виробничих комплексів з широкою галузевою та регіональною диверсифікацією інвестиційної діяльності. Вона синтезує в собі різні типи базових стратегій і диференційована за окремими об'єктами та сферами стратегічного управління.

Розробники інвестиційної стратегії повинні включити до неї механізми адаптації до зміни дії ключових факторів у зовнішньому економічному середовищі. Це завдання вирішується шляхом пошуку та вибору кращого з існуючих альтернативних варіантів напрямів, об'єктів, форм та методів інвестування, формування на цій основі ключових складових інвестиційної стратегії та обґрунтування ефективних механізмів її реалізації.

Процес розробки інвестиційної стратегії підприємства може здійснюватися за рекомендованою у спеціальній літературі схемою, яка включає ряд послідовних стандартних етапів (рис. 6.3).



Рис. 6.3. Основні етапи розробки інвестиційної стратегії підприємства

Визначення довжини часового періоду реалізації інвестиційної стратегії залежить від тривалості часу, на який формується загальна економічна стратегія, стану та динаміки національної економіки, рівня розвитку інвестиційного ринку та ряду інших чинників, які мають суттєвий вплив на інвестиційні процеси підприємства. Наприклад, в умовах кризової та нестабільної економіки період, на який визначається інвестиційна стратегія підприємства, не доцільно перевищувати 3–5 років. В той же час в умовах позитивної економічної динаміки він може становити десять і більше років.

*Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства* – це формалізовані індикатори кількісних та якісних параметрів реалізації інвестиційної стратегії, які характеризують її кінцеві результати та бажану інвестиційну позицію підприємства у довгостроковій перспективі.

Формування стратегічних цілей відбувається на всіх етапах життєвого циклу підприємства, починаючи з розробки його статутних документів. Вони є синтезом суб'єктивних та об'єктивних чинників, що включають індивідуальне усвідомлення власником (інвестором) перспективної інвестиційної позиції підприємства, оцінку стану та динаміки зовнішнього економічного оточення і внутрішнього середовища, конкурентну позицію підприємства на інвестиційному та фінансовому ринку, а також вимоги чинного нормативно-законодавчого базису щодо регулювання економічної, у тому числі й інвестиційної діяльності. Існує досить широкий спектр стратегічних цілей, Для практичного використання їх прийнято групувати за окремими ознаками (рис. 6.4).



Рис. 6.4. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства

Одним із ключових етапів розробки інвестиційної стратегії підприємства є встановлення напрямків використання інвестиційних ресурсів та джерел їх формування. Основою для вирішення цього завдання є вибір співвідношення між різними формами вкладення капіталу, а також його спрямування в галузевому та територіальному розрізі. На це співвідношення впливають різні чинники, серед яких суттєвий значення мають загальна економічна ситуація в державі та нормативно-правове регулювання інвестиційної діяльності, виробнича спеціалізація підприємства-інвестора, його виробнича потужність (розмір), фінансові та інші ресурсні можливості, умови доступу до різних джерел формування інвестиційних ресурсів тощо.

Конкретизація інвестиційної стратегії по періодах її реалізації передбачає розробку підприємством певних інвестиційних програм та проектів, які забезпечують реалізацію цільових стратегічних параметрів відповідно до визначених етапів та встановлених часових термінів їх виконання. Важливою

передумовою формалізації стратегічних завдань у конкретних інвестиційних проектах та програмах є ресурсні можливості підприємства на відповідних етапах реалізації інвестиційної стратегії. Виходячи з наявних інвестиційних ресурсів підприємства, а також реальних можливостей їх залучення за рахунок зовнішніх джерел, інвестиційні програми можуть бути скориговані з урахуванням цих факторів.

Для оцінки розробленої інвестиційної стратегії використовуються заздалегідь встановлені підприємством критерії, вибір яких здійснюється із рекомендованих теорією менеджменту та інвестиційного аналізу. Серед них варто виділити узгодженість ключових параметрів інвестиційної стратегії із відповідними параметрами загальної стратегії економічного розвитку підприємства; внутрішня збалансованість та взаємоузгодженість цілей, завдань, напрямків, форм послідовності етапів реалізації інвестиційної політики; адекватність стану та тенденції розвитку зовнішнього економічного середовища (динаміка розвитку національної економіки, інвестиційний клімат, міжнародна співпраця); реальний рівень ресурсного забезпечення реалізації інвестиційних програм та проектів (фінансового, кадрового, матеріально-технічного, технологічного, інформаційного); рівень прийнятності інвестиційних ризиків; фінансово-економічна результативність попередніх етапів господарської діяльності підприємства; відповідність критеріям прийнятності за основними показниками економічної ефективності інвестицій.

Для розробки інвестиційної стратегії підприємства науковцями та практиками запропонована схема етапів її приведення (рис. 6.5).

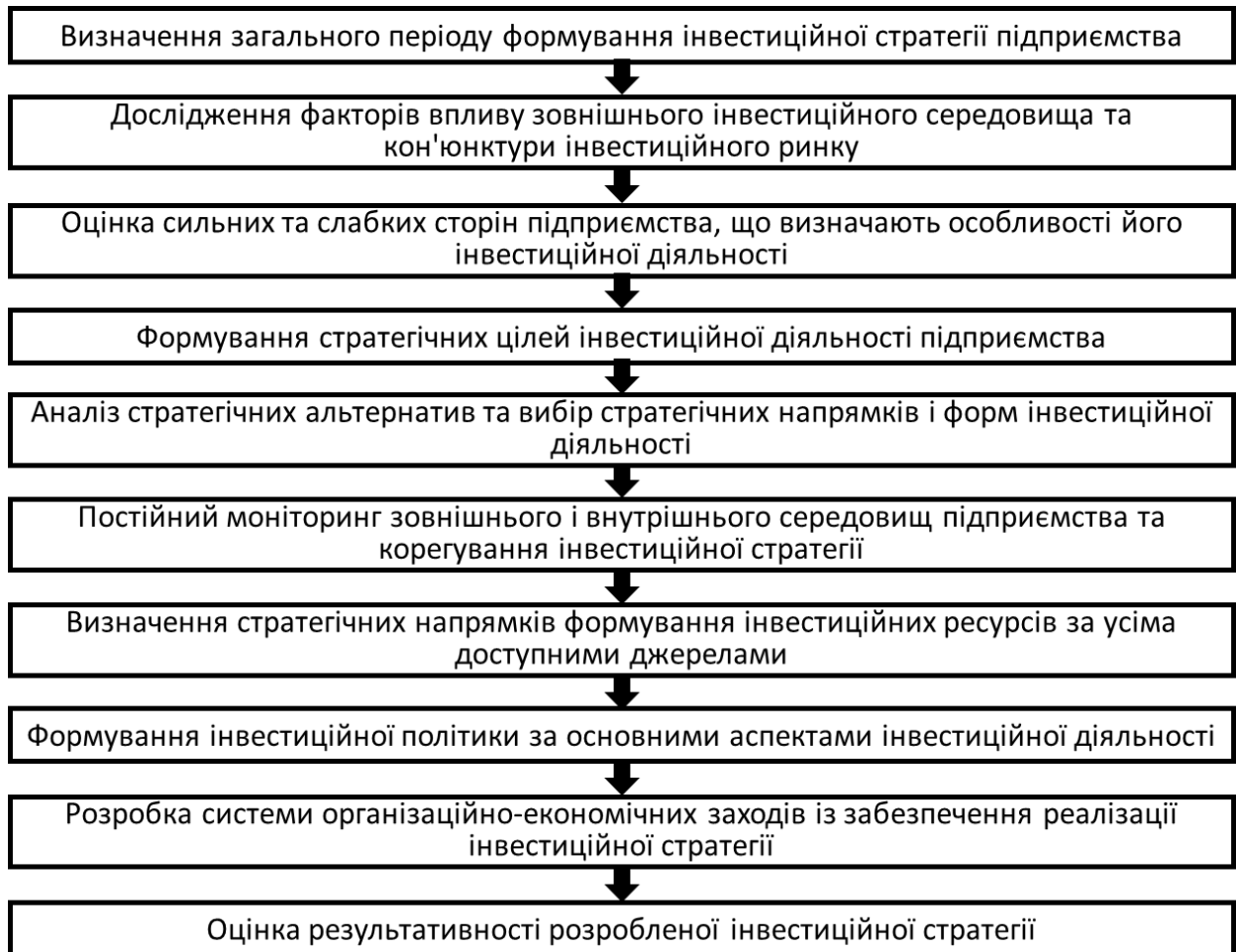


Рис. 6.5. Схема розробки інвестиційної стратегії підприємства

У контексті розробки інвестиційної стратегії важливе значення має процес *прийняття стратегічних інвестиційних рішень*. Він представляє собою регламентовану внутрішніми локальними нормативними документами процедуру пошуку, аналізу та оцінки можливих альтернативних варіантів дій для досягнення стратегічних інвестиційних цілей, на основі яких здійснюється обґрунтований вибір кращого з них для практичної реалізації. Основні етапи цього процесу представлені на рис. 6.6.

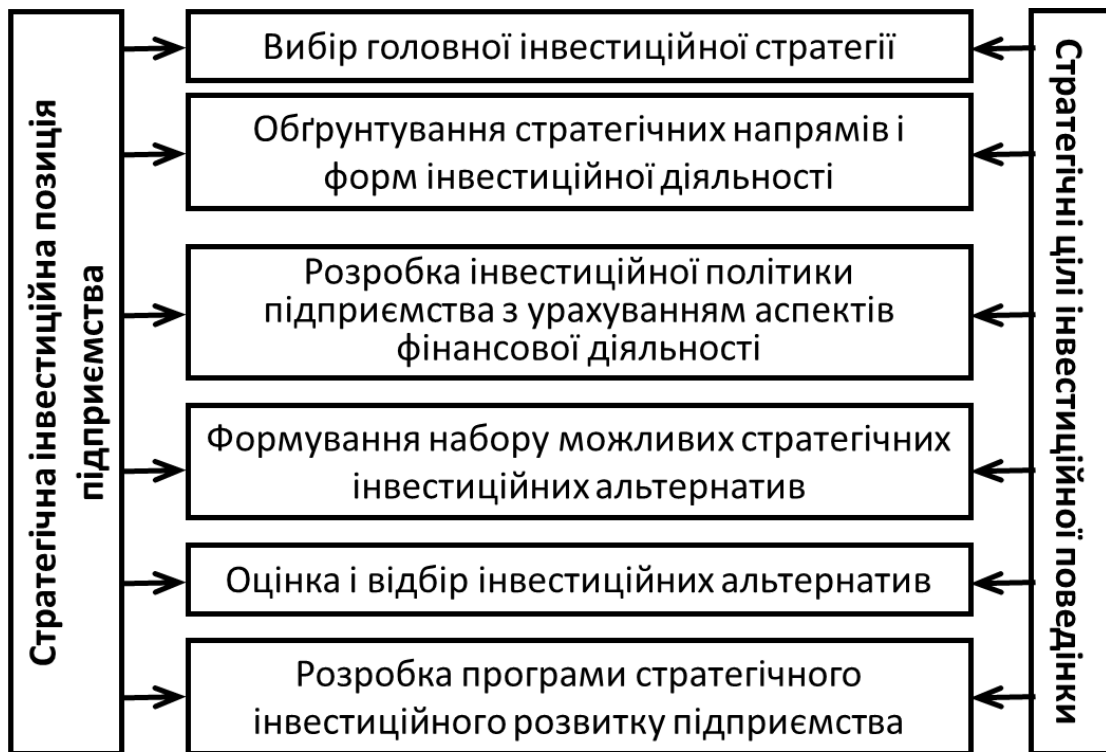


Рис. 6.6. Основні етапи прийняття стратегічних інвестиційних рішень

В ринкових умовах господарювання інвестиційна політика підприємств реалізується на основі широкого спектру управлінських інвестиційних рішень, які мають складний та неординарний характер. При цьому кожне з них може мати декілька альтернативних варіантів, оцінка яких пов'язана з обмеженими можливостями щодо інформаційного забезпечення. Крім того, кожне підприємство може виступати як ініціатором реалізації інвестиційних програм та проектів, так і об'єктом інвестування зовнішніх власників інвестиційних ресурсів. Тобто, у інвестиційний процес підприємства може залучається широке коло фізичних та юридичних осіб, а також різних державних та громадських інституцій, які мають свої власні інтереси. З цими обставинами пов'язані усі складнощі пошук, обґрунтування та прийняття управлінських інвестиційних рішень. Тому важливим компонентом їх практичної реалізації виступає досягнення компромісу та забезпечення збалансованості інтересів усіх причетних до цього рішення осіб.

Інвестиційна діяльність підприємства взагалі, а особливо її стратегічна складова, завжди пов'язана з певною невизначеністю та можливістю втрати запланованих економічних вигід, тобто з ризиком. Складність, масштабність, наявність значного лагу між вкладеннями інвестиційних ресурсів та отриманнями результату від них генерує значну кількість систематичних та несистематичних ризиків. Тому оцінка та врахування інвестиційних ризиків має важливе значення у процесі прийняття стратегічних інвестиційних рішень. Це завдання вирішується за схемою, наведеною на рис. 6.7.





Рис. 6.7. Розрахунок рівня ризику інвестиційного проекту

### 3. Обґрунтування стратегічних напрямків та форм інвестиційної діяльності

Одним із ключових елементів інвестиційної стратегії підприємства є визначення стратегічних напрямків його перспективної інвестиційної діяльності. Для цього, яку уже відзначалося раніше, необхідно вирішити наступні завдання:

- сформулювати співвідношення між різними формами вкладення капіталу на окремих етапах реалізації інвестиційної стратегії;
- визначити галузевий напрямок інвестиційної діяльності;
- встановити територіальну спрямованість інвестиційної діяльності.

На співвідношення між різними формами інвестування мають вплив широке коло різноманітних фактори. Розглянемо найбільш істотні серед них.

Суттєвий вплив на формування підприємством співвідношення різних форм вкладення інвестиційних ресурсів проявляють *поточний стан та прогнозована динаміка розвитку економіки країни, а також кон'юнктура*

*інвестиційного ринку* та його окремих сегментів. Нестабільна ситуація в національній економіці, яка характеризується частими змінами у нормативно-правовому регулюванні економічної діяльності суб'єктів господарювання, високими темпами інфляції, скороченням господарських зв'язків, ресурсним дефіцитом та іншими негативними явищами, генерує високі рівні інвестиційних ризиків. Незважаючи на те, що реальні інвестиції за своєю природою мають високий протиінфляційний потенціал, у такій ситуації їх результативність помітно знижується. Тому інвестори спрямовують вкладення інвестиційних ресурсів переважно у короткострокові матеріальні та фінансові активи. В умовах стабільної позитивної динаміки економіки виробничі підприємства використовують сприятливі можливості для розширення своєї операційної діяльності шляхом збільшення обсягів реального інвестування.

Безпосереднє відношення до визначення співвідношення різних форм інвестування має *функціональна спеціалізація операційної діяльності* інвестора. Підприємства реального сектору економіки орієнтуються на забезпечення високих темпів їх економічного розвитку, розширення обсягів виробництва традиційної продукції та освоєння нових її видів. Вирішення цих завдань базується на розвитку матеріально-технічної бази та впровадженні нових технологій. Тому переважна частина їх інвестиційних ресурсів спрямовується у реальні інвестиції, результатом яких є виробничі активи. Стосовно фінансових інвестицій ці підприємства, як правило, проявляють меншу зацікавленість і вона стосується раціонального вкладення тимчасово вільних грошових коштів у короткострокові фінансові інструменти чи цінні папери інших підприємств для розширення свого впливу (контролю) на їх діяльність.

Об'єктом вкладень інституціональних інвесторів виступають переважно фінансові інструменти, що обертаються на фондовому ринку. Це пов'язано зі специфікою їх статутної діяльності, яка орієнтована на акумуляцію тимчасово вільних грошових коштів окремих інвесторів та вкладення їх у боргові та пайові цінні папери різних емітентів. Особливості нормативно-правового регулювання такої форми економічної діяльності визначають те, що частка ж їх реального інвестування не може перевищувати межі, дозволені регламентується чинним законодавством.

При визначенні співвідношення різних форм вкладення інвестиційних ресурсів враховується також *стадія життєвого циклу функціонування підприємства*. На початкових стадіях функціонування (народження, дитинства та юності) підприємства реального сектору економіки інвестують капітал у матеріальні та нематеріальні активи для забезпечення виробничої сфери статутної діяльності, створення базису поступового майбутнього зростання та завоювання стабільної конкурентної позиції на товарних ринках продукції, яку вони виробляють. І лише на стадії зрілості окремі з них можуть проявляти інтерес до фінансових інвестицій, частка яких у загальному обсязі інвестування може помітно зростати.

*Виробнича потужність (розміри) підприємства* виступає ще одним параметром, який впливає на вибір співвідношення різних форм вкладення інвестиційних ресурсів. Так, малі та середні підприємств мають незначні обсяги власних інвестиційних ресурсів та обмежені можливості до зовнішніх джерел їх

формування. Тому домінуюча їх частка інвестується у реальні активи. У той час, як великі підприємства, маючи більш високий рівень забезпеченості власними ресурсами та фінансової гнучкості, проявляють інтерес і до інвестування у фінансові активи.

На співвідношення різних форм інвестування суттєво впливає *характер стратегічної переорієнтації операційної діяльності* підприємства. Вона може бути поступовою чи переривчатою. У першому випадку зміни стратегічної переорієнтації пов'язані із запланованою логікою розвитку операційної діяльності шляхом поступового нарощування її обсягів, а наявні та доступні ресурси в основному спрямовуються на реальне інвестування. Для другого випадку характерними є стрибкоподібні та динамічні зміни у традиційних сферах операційної діяльності, пов'язані з необхідністю раціонального використання значних обсягів тимчасово вільних фінансових ресурсів.

*Формування галузевої спрямованості інвестиційної діяльності* підприємства пов'язане з вибором однієї з двох інвестиційних стратегій – конкурентної або портфельної. Перша має на меті отримання максимального рівня інвестиційного доходу від вкладення капіталу у межах однієї виробничої галузі. Для другої характерна орієнтація на мінімізацію рівня інвестиційного ризику та максимізацію інвестиційного доходу за рахунок потенціалу міжгалузевої диверсифікації виробництва.

Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності підприємства передбачає проведення аналізу та обґрунтування доцільності:

- галузевої концентрації чи диверсифікації інвестиційної діяльності;
- комбінації різних форм диверсифікації інвестиційної діяльності у межах споріднених галузей економіки або у розрізі не пов'язаних між собою галузей.

Для ранніх стадій життєвого циклу підприємства, як правило, характерна концентрація інвестиційної діяльності на одній галузі, яка домінує у його виробничій спеціалізації. Відомо, що така стратегія була основою динамічного розвитку та швидкого зростання багатьох нових підприємств у західних країнах з розвинутою економікою. Разом з тим, саме серед інвесторів її прихильників відмічається найвища частота банкрутств, що обумовлено притаманним їй більш високим рівнем інвестиційного ризику.

Диверсифікація інвестиційної діяльності підприємства у рамках споріднених та взаємопов'язаних галузей виробництва відкриває можливості більш раціонального використання наявних технологій та технологічного обладнання й інших виробничих потужностей, існуючих коопераційних взаємозв'язків, накопиченого досвіду у сфері маркетингу та логістики. Це забезпечує підприємству підвищення ефективності використання інвестиційних ресурсів та суттєве зниження рівня інвестиційних ризиків. Реалізація такої стратегії здійснюється у процесі формуванні стратегічних зон господарювання, які безпосередньо відповідають за вибір асортименту та виробництво конкурентоспроможної продукції, ефективну її реалізацію, а також досягнення цільових параметрів інвестиційної стратегії у цій сфері.

Стратегія диверсифікації у рамках споріднених галузей виробництва має певні недоліки, які особливо проявляється при несприятливій кон'юнктурі товарних ринків їхньої спеціалізації. Це пояснюється тим, що, по-перше,

споріднені галузі досить часто мають аналогічний операційний та галузевий життєвий цикл, що суттєво впливає на збільшення інвестиційного ризику. І, по-друге, товарна продукція таких галузей зазвичай схильна до впливу однакових в часі кон'юнктурних циклів, що ще сильніше впливає на збільшення рівня інвестиційного ризику.

Обумовленість диверсифікації інвестиційної діяльності у розрізі не пов'язаних між собою галузей пояснюється скороченням або й повним вичерпанням можливостей забезпечити прийнятний рівень віддачі від інвестування капіталу та темпів перспективного економічного розвитку в рамках традиційної виробничої спеціалізації. Така ситуація характерна для багатьох крупних підприємств та виробничих комплексів, які тривалий час без помітних змін здійснюють виробництво звичного асортименту продукції та товарів.

Практично єдина можливість забезпечити прийнятні динаміку перспективного економічного розвитку, рівень інвестиційного доходу та конкурентоспроможності на товарних ринках для таких підприємств полягає у спрямуванні їх інвестиційних ресурсів у нові альтернативні галузі виробництва. Інструментом такої диверсифікації є реструктуризація існуючих або створення нових стратегічних центрів господарювання, з включенням до їх складу декілька нових стратегічних зон господарювання. Такі центри самостійно формують власну стратегію інвестування у рамках ключових параметрів інвестиційної стратегії підприємства. При цьому об'єктами інвестицій виступають галузі виробництва, які розрізняються між собою неспівпадання окремих стадій життєвого циклу та часом кон'юнктурних циклів на ринках їх товарної продукції. За рахунок цього відбувається суттєве зниження рівня інвестиційних ризиків та зростання дохідності інвестованого капіталу.

З галузевою диверсифікацією інвестиційної діяльності підприємство асоціюють два типи інвестиційної стратегії – наступальна та захисна. Перша з них передбачає вибір об'єктів інвестування з урахуванням майбутнього використання переваг галузевого конгломерату. Друга – спрямування на вкладення капіталу в об'єкти інвестування, які дозволяють усунути конкурентні слабкості окремих галузевих спеціалізацій.

Вибір *територіальної спрямованості інвестиційної діяльності* обумовлюється такими факторами як сприятливість інвестиційного клімату та інвестиційна привабливість визначених територій, виробнича спеціалізація та розміри самого підприємства, а також наявність певного виробничого досвіду, що пов'язаний з тривалістю його функціонування. Реальна можливість територіальної (регіональної) диверсифікації виникає лише при фінансових інвестиціях. Тому вона притаманна переважно великим підприємствам та виробничим комплексам.

Для підприємств, що функціонують на початкових стадіях життєвого циклу, а також для малих та середніх підприємств характерна концентрація їх інвестиційної діяльності переважно у межах одного регіону. Така обмеженість територіальної диверсифікації інвестиційної діяльності обумовлена недостатніми обсягами власних інвестиційних ресурсів та обмеженими можливості доступу до зовнішніх джерел їх формування, а також кадровим дефіцитом та відсутністю досвіду у сфері управління інвестиційною діяльністю.

## Питання для самоконтролю

1. Що представляє собою інвестиційна стратегія?
2. Що таке стратегічна зона господарювання?
3. Що таке стратегічний інвестиційний центр?
4. Що називають стратегічним набором?
5. Для чого підприємству потрібна інвестиційна стратегія?
6. Які основні принципи лежать в основі формування інвестиційної стратегії підприємства?
7. Які чинники впливають на зміст інвестиційної стратегії підприємства?
8. З якою метою формується інвестиційна стратегія підприємства?
9. Які чинники впливають на період формування інвестиційної стратегії підприємства?
10. Як пов'язані цілі інвестиційної стратегії підприємства зі стадією життєвого циклу підприємства та загальними цілями його господарської діяльності?
11. Що таке конкретизація інвестиційної стратегії підприємства?
12. Які основні етапи процесу розробки інвестиційної стратегії підприємства?
13. Що розуміють під стратегічними цілями інвестування?
14. Які цілі інвестиційної діяльності розрізняють?
15. Які основні етапи прийняття стратегічних інвестиційних рішень?
16. Що таке інвестиційна політика підприємства, які її типи розрізняють?
17. Які критерії лежать в основі оцінки інвестиційної стратегії підприємства?

## Тестові завдання

1. Інвестиційна стратегія підприємства - це:
  - а) формування системи довгострокових цілей і вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення;
  - б) отримання максимуму прибутку на вкладений капітал;
  - в) завоювання ринку;
  - г) підвищення організаційно-технічного рівня виробництва продукції.
2. Одним із завдань інвестиційної стратегії підприємства є:
  - а) організація відносин з органами державної влади;
  - б) завчасно адаптувати інвестиційну діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його економічного розвитку;
  - в) оцінка інвестиційної активності підприємства;
  - г) відстеження динаміки та напрямів розвитку макроекономічного середовища.
3. Інвестиційна стратегія підприємства підпорядкована:

**а) вимогам загального стратегічного вибору підприємства;**

б) вимогам інституціональних інвесторів;

в) вимогам кредиторів підприємства;

г) усім перерахованим вимогам.

**4. Оцінка інвестиційної стратегії підприємства – це:**

а) збалансованість цілей і ресурсів;

б) узгодженість інвестиційної стратегії з базовою стратегією підприємства;

**в) розрахунок та аналіз системи показників результативності інвестиційної стратегії;**

г) прийнятний рівень ризику.

**5. Інвестиційна політика – це:**

а) процес вибору ефективних форм реальних і фінансових інвестицій;

**б) комплекс заходів по організації і управлінню інвестиційною діяльністю;**

в) процес формування системи довгострокових цілей;

г) процес оцінки організаційно-технічного виробництва.

**6. Найбільш суттєвими умовами актуальності розробки інвестиційної стратегії підприємства є:**

а) зростання або зниження цін на інвестиційні активи;

б) розширення обсягів операційної діяльності;

в) зміна умов банківського кредитування;

**г) інтенсивність змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища та майбутній перехід до нової стадії життєвого циклу.**

**7. Методологічною основою розробка інвестиційної стратегії підприємства на сучасному етапі виступає:**

а) концепція «витрати-вигоди»;

**б) концепція стратегічного управління;**

в) гіпотеза ефективних ринків;

г) теорія міжчасового вибору.

**8. Підприємство як об'єкт стратегічного інвестиційного управління є:**

**а) відкритою економічною системою, що інтегрує усі напрями та форми інвестиційної діяльності різних структурних підрозділів;**

б) закритою економічною системою, що реалізовує свою інвестиційну діяльність у рамках відносної відособленості;

в) окремим структурним підрозділом, що повністю відповідає за його інвестиційну діяльність;

г) немає правильної відповіді.

**9. Стратегічна зона господарювання – це:**

а) окремий структурний підрозділ або господарська служба, що створюють (купають) інвестиційні товари;

б) структурний підрозділ, що забезпечує нормальне протікання інвестиційного процесу підприємства;

в) господарський сегмент, що відповідає за діяльність підприємства на фондовому ринку;

**г) самостійний господарський сегмент, що здійснює свою діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю попиту, використовуваної сировини або виробничої технології.**

#### **10. Стратегічний інвестиційний центр – це:**

а) окремий структурний підрозділ, що займається розрахунково-фінансовими операціями, пов'язаними з інвестиційною діяльністю;

**б) самостійна структурна одиниця, яка спеціалізується на виконанні окремих функцій або напрямів інвестиційної діяльності;**

в) окремий структурний підрозділ, що відповідає за дослідження зовнішнього економічного середовища;

г) усі відповіді вірні.

#### **11. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності включають:**

а) показники результативності господарської діяльності підприємства;

б) розмір інвестиційних ресурсів, необхідних для здійснення інвестиційної діяльності в найближчі 3-5 років;

в) планові завдання структурним підрозділам, що займаються інвестиційною діяльністю;

**г) описані у формалізованому вигляді бажані параметри його стратегічної інвестиційної позиції.**

#### **12. Інвестиційна політика підприємства полягає у:**

а) накопиченні інвестиційних фінансових ресурсів;

б) організації процесу доведення фінансових активів до споживача;

**в) виборі та реалізації найбільш ефективних форм реальних і фінансових його інвестицій;**

г) придбанні цілісних майнових комплексів.

#### **13. Інвестиційна політика охоплює такі заходи:**

а) розробку загальної концепції інвестиційної політики, визначення її основних напрямів, цілей і головних завдань;

б) створення адекватного інвестиційного механізму;

в) управління фінансовою діяльністю;

**г) всі відповіді вірні.**

#### **14. Інвестиційна тактика підприємства – це:**

а) узгодження цілей та завдань інвестиційної діяльності з ресурсними можливостями підприємства;

б) узгодження інвестиційної політики підприємства з його інвестиційною стратегією;

в) комплекс заходів по уникненню інвестиційних ризиків;

**г) розробка оперативних цілей короткострокових періодів та засобів їх реалізації, що деталізує інвестиційну стратегію підприємства.**

**15. До етапів розроблення інвестиційної політики підприємства належать:**

а) формування окремих напрямків інвестиційної діяльності підприємства у відповідності зі стратегією його економічного і фінансового розвитку;

б) дослідження й облік умов зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку;

в) пошук окремих об'єктів інвестування й оцінювання їх відповідності напрямкам інвестиційної діяльності підприємства;

**г) всі відповіді вірні.**

**16. Одним з принципів розробки інвестиційної стратегії є:**

**а) врахування базових стратегій операційної діяльності підприємства;**

б) наявність розрахунково-фінансових документів, необхідних для здійснення довгострокових інвестицій;

в) наявність структурного підрозділу, відповідального за інвестиційну діяльність підприємства.

г) можливість аналізу інвестиційних можливостей підприємства.

**17. За класифікаційною ознакою «функціональний напрям інвестиційної діяльності» цілями інвестиційної стратегії виступають:**

а) прямі стратегічні цілі;

б) економічні цілі інвестиційної стратегії;

**в) стратегічні цілі формування інвестиційних ресурсів;**

г) реноваційні стратегічні цілі.

**18. У основі ухвалення стратегічних інвестиційних рішень лежать:**

а) наявність податкових пільг у обраній галузі інвестиційної діяльності;

б) прийнятні взаємовідносини з конкурентним середовищем;

в) наявність вільних фінансових ресурсів.

**г) підготовка і кваліфікація інвестиційних менеджерів.**

**19. Початком розробки інвестиційної стратегії підприємства є:**

а) аналізу зовнішнього середовища;

**б) визначення загального періоду формування інвестиційної стратегії;**

в) оцінка рівня інвестиційних ризиків;

г) вибір ключових показників.

**20. Однією з вимог до стратегічної інвестиційної мети є:**

а) можливість забезпечення ліквідності;

б) збалансованість;

**в) реальність;**

г) стабільність.



## Тема 7

### Управління реальними інвестиціями підприємства

1. Економічна сутність реальних інвестицій та їх значення в економіці підприємства.
2. Управління реалізацією інвестиційних проектів підприємства.
3. Методичні засади розробки бізнес-плану реального інвестиційного проекту.

#### 1. Економічна сутність реальних інвестицій та їх значення в економіці підприємства

Переважаюча частина інвестиційних ресурсів виробничих підприємств спрямовується на реальне інвестування. На його основі підприємство розширює матеріально-технічну базу виробництва, освоює нові товарні ринки, забезпечує конкурентоспроможність своєї продукції та перспективний економічний розвиток. Тому реальне інвестування є основним видом інвестиційної діяльності в сучасному підприємстві.

В спеціальній літературі запропоновано чимало визначень реальних інвестицій. При цьому виділяють такі їх ознаки: довгостроковий характер, спрямованість у реальні (матеріальні та нематеріальні) активи та приріст оборотних активів, мета – отримання економічного чи інших видів ефекту (вигід).

Враховуючи зазначене, можна визначити *реальні інвестиції* як всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються у реальні матеріальні активи (будівлі, споруди, обладнання, товарно-матеріальні цінності) і нематеріальні (ліцензії, «ноу-хау», інструктивна, технологічна, проектно-кошторисна та інша документація), а також у оборотні активи (матеріально-технічні запаси) для досягнення економічного, соціального та екологічного ефекту<sup>17</sup> [ ].

Основний напрямок реалізації реальних інвестицій – це капітальні вкладення. Будь-яка економічна діяльність, незалежно від її місцезонашування, масштабів, галузевих особливостей, організаційно-правової форми може здійснення за умови, що у виробництво продукції або надання послуг будуть вкладені відповідні економічні ресурси, тобто здійснені інвестиції. Реальні дії підприємств щодо інвестування передують початку виробничої діяльності, а самі ці дії обумовлюють необхідністю підготовки інвестиційного рішення або інвестиційного проекту. Реалізація будь-якого проекту завжди відбувається в

<sup>17</sup> Перетятко А. Ю. Теоретичні аспекти політики фінансування виробничих фондів підприємства / А. Ю. Перетятко, О. О. Репіна, Н. І. Гриненко // Формування ринкової економіки: зб. наук. пр. – Київ : КНЕУ, 2008. – Спец. вип.: Економіка підприємства: теорія і практика : в 2 ч. – Ч. II. – С. 518–526.

умовах впливу безлічі факторів зовнішнього середовища, аналіз стану, основні тенденції та зміни якої повинні враховуватися в управлінні реальними інвестиціями.

Саме реальні активи (будівлі, споруди, технологічне обладнання, патенти, ліцензії, права користування тощо) як результат реального інвестування, протягом тривалого періоду часу генерують різні економічні та неекономічні вигоди, завдяки чому забезпечується нормальне функціонування та соціально-економічний розвиток підприємства.

Характеризуючи особливості реальних інвестицій І.О. Бланк виділяє наступні їх якісні характеристики<sup>18</sup> [ , с. 218-219] (рис. 7.1).

Реалізація реальних інвестиційних проектів створює, розширює та модернізує основні компоненти матеріально-технічної бази підприємства, створюючи передумови для розширення виробництва, проникнення на нові товарні та територіальні ринки, стабільного і динамічного довгострокового розвитку. Завдяки цьому реальне інвестування виступає у якості *домінантної форми реалізації економічної стратегії підприємства*.

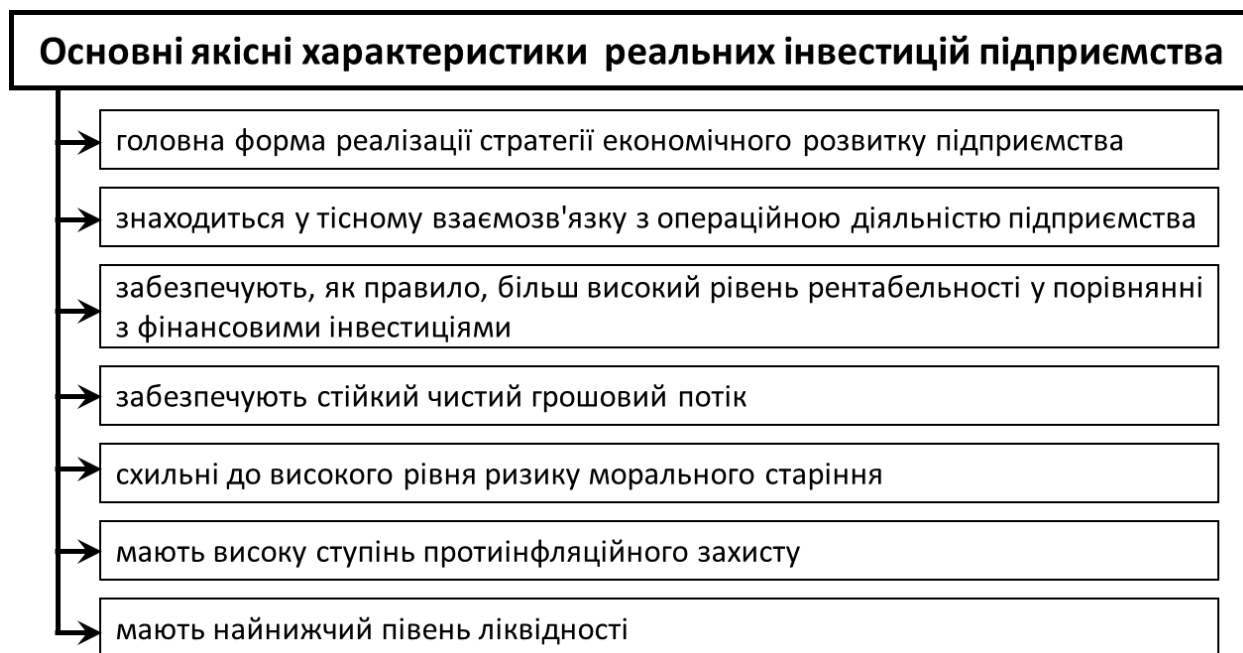


Рис. 7.1. Основні якісні характеристики реальних інвестицій підприємства

Вирішення ключових завдань операційної діяльності підприємства (розширення обсягів виробництва та асортименту продукції, підвищення їх якості та конкурентоспроможності, скорочення матеріальних та трудових витрат) в сучасних ринкових умовах здійснюється переважно на основі впровадження нової техніки та сучасних технологій, які вимагають значних обсягів капітальних вкладень. Це і визначає тісний *взаємозв'язок та взаємозалежність реального інвестування підприємства з його операційною діяльністю*.

<sup>18</sup> Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. Учебный курс / И.А. Бланк. – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.

Однією з ключових переваг реальних інвестицій перед фінансовими є те, що з ними, як правило, асоціюється *більш високий рівень доходності*, обумовлений вищою стабільністю товарних ринків. Саме це виступає ключовим стимулом інвестування підприємницької діяльності в реальному секторі економіки.

Важливим компонентом, що впливає на обсяг чистого грошового підприємства, виступають амортизаційні відрахування від матеріальних і нематеріальних активів. Їх величина не залежить від результатів господарської діяльності та зменшують розмір податкових зобов'язань підприємства. Тому навіть у окремі періоди відсутності доходів від експлуатації активів, створених за рахунок реалізації реальних інвестиційних проектів, підприємство може отримувати *стійкий позитивний чистий грошовий потік*.

Реальні інвестиції мають значну тривалість життєвого циклу та часовий лаг між витратами на створення активів та отриманням доходів від їх експлуатації. В умовах прискорення темпів розвитку науково-технічного прогресу це може призвести до *швидкого морального старіння створюваних активів* не лише експлуатаційній, а навіть на інвестиційній стадії реалізації проектного циклу.

Значна частина активів, створених за рахунок реалізації реальних інвестицій, має вузькоспеціалізоване призначення і до того ж територіально локалізовано, що виключає можливість їх просторового переміщення. У зв'язку з цим такі інвестиції характеризуються *найнижчою ліквідністю*, а помилкові інвестиційні рішення стосовно їх здійснення практично не підлягають фінансовій компенсації.

Реальне інвестування може здійснюватися у різних формах. У вітчизняній економічній літературі виділяють десять форм реального інвестування<sup>19</sup> [ , с. 43] (рис. 7.2). Однак більшість авторів основними вважають лише 6-8 з них.

Однією з форм конкурентної боротьби, галузевої та територіальної диверсифікації, швидкого нарощування виробничої потужності та економічного потенціалу підприємства є реальні інвестиції у формі *придбання цілісних майнових комплексів*. Ця інвестиційна операція, як правило, доступна великим підприємствам і забезпечує консолідацію активів двох підприємств, підвищення їх маневреності, ліквідацію проміжних ланок у організації економічних та технологічних взаємозв'язків між цими підприємствами.

Найбільш поширеною формою реального інвестування є *нове будівництво*, яке забезпечує створення на спеціально відведених земельних ділянках за індивідуальним або типовим проектом нового об'єкта із закінченим технологічним циклом. Необхідність такої інвестиційної операції виникає у випадку суттєво збільшення обсяг операційної діяльності, її товарної, галузевої чи територіальної диверсифікації.

---

<sup>19</sup> Кірсанова В.В. Форми відтворення реальних інвестицій та їх відображення у статистичній звітності / В.В. Кірсанова, К.О. Поздняк // Матеріали Дев'ятої Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції «Обліково-аналітичне забезпечення інноваційної трансформації економіки України», (Одеський національний політехнічний університет, 19-22 травня 2015), — Одеса: ОНПУ, 2015. – 123 с. – с. 43-46.

Повна зміна організації та технології виробництва для випуску нової продукції досягається шляхом реалізації реальних інвестиційних інвестицій через операцію *перепрофілювання*.

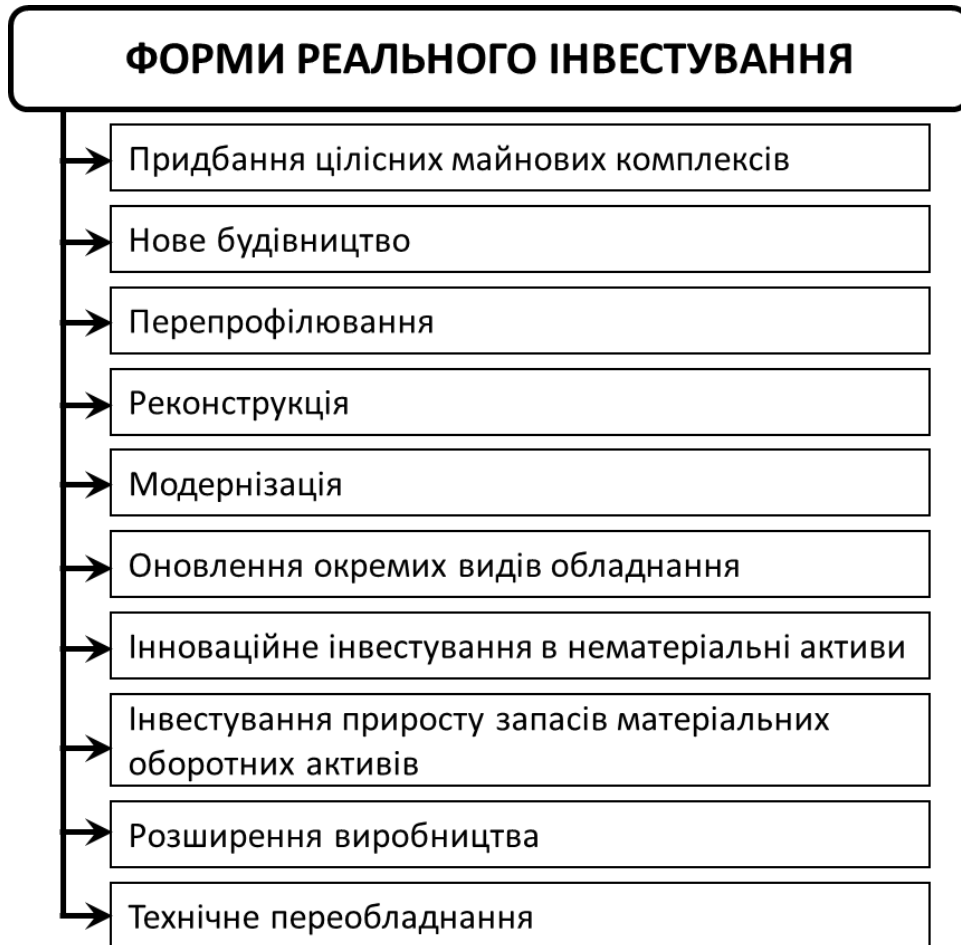


Рис. 7.2. Форми реального інвестування підприємства

Постійне підвищення темпів розвитку науково-технічного прогресу обумовлює необхідність істотного перетворення усього виробничого процесу. Це завдання вирішується шляхом здійснення такої інвестиційної операції як *реконструкція*. У процесі реконструкції може здійснюватися будівництво нових будівель і споруд замість ліквідованих старих, розширення окремих виробничих будівель та приміщень, технологічне переоснащення окремих цехів та виробничих ділянок тощо.

Конструктивні зміни окремих елементів матеріально-технічної бази підприємства та технології виробництва з метою доведення їх відповідності рівню сучасних вимог науково-технічного прогресу здійснюється через інвестиційну операцію яку називають *модернізація*.

*Інноваційне інвестування в нематеріальні активи* має наметі створення оперативного доступу підприємства до нових наукових та технологічних знань для швидкого досягнення конкретного економічного успіху. Реальне інвестування цієї форми здійснюються шляхом придбання готової науково-технічної продукції та інших прав або шляхом розробки нової науково-технічної

продукції власними силами самого підприємства чи на його замовлення спеціалізованими підприємствами та організаціями.

Збільшення обсягів використання засобів праці, як правило, пов'язане з необхідністю збільшення обсягів матеріально-технічного забезпечення їх експлуатації. Воно досягається розширенням обсягу операційних оборотних активів шляхом реального *інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів*.

## 2. Управління реалізацією інвестиційних проектів підприємства

Практичне здійснення реальних інвестицій та досягнення інвестиційних цілей підприємства відбувається шляхом формування та реалізації інвестиційних проектів. Для опанування технологією управління реалізацією інвестиційних проектів необхідно розглянути характеристику його змісту та основних якісних характеристик.

У науковій економічній літературі домінують два підходи до трактування поняття «інвестиційний проект». Перший розглядає інвестиційний проект як комплекс взаємопов'язаних заходів з вкладення капіталу протягом встановленого терміну часу з метою отримання доходів у майбутньому. Другий – як комплекс організаційно-правових, розрахунково-фінансових та конструкторсько-технологічних документів, необхідних для обґрунтування та проведення відповідних робіт, спрямованих на досягненню певних інвестиційних цілей.

Інвестиційні проекти можуть бути об'єднані в програми. Інвестиційна програма являє собою сукупність інвестиційних проектів або пропозицій з конкретною цільовою спрямованістю.

Для розуміння внутрішньої структури інвестиційного проекту важливо розглянути його ключові елементи. Будь-який проект, в тому числі інвестиційний, включає три базові елементи: ідею або задум; засоби та шляхи реалізації ідеї; результат (рис. 7.3).

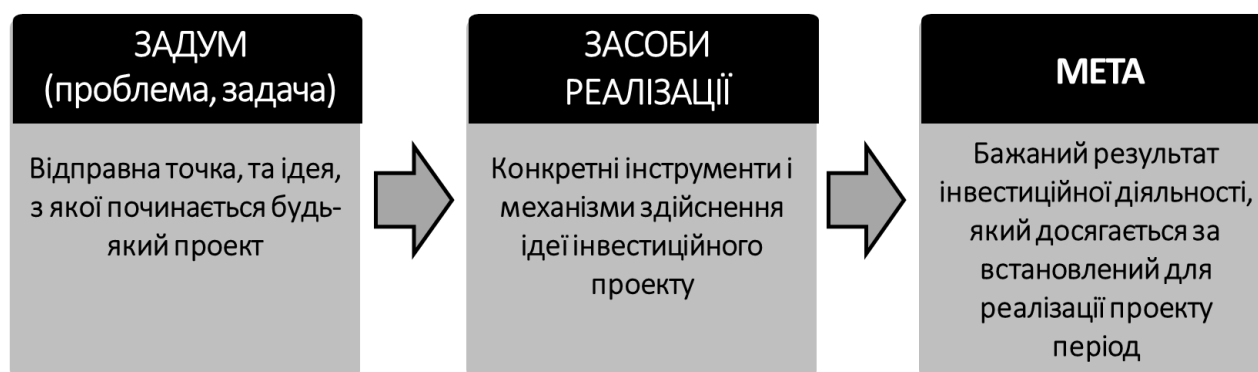


Рис. 7.3. Основні елементи інвестиційного проекту

В цілому для інвестиційного проекту характерними є такі якісні ознаки: конкретна мета, певні зміни, обмеженість у часі, неповторність, новизна (може

бути відносною), обмеженість необхідних ресурсів, комплексність, специфічна організація проекту.

У господарській діяльності підприємств можуть реалізовуватись різноманітні види інвестиційних проектів. Для більшої оглядовості, стандартизації окремих аспектів управління розробкою та реалізацією існує необхідність їх класифікації за певними ознаками. Найбільш поширені у науковій літературі такі критерії класифікації: за змістом або функціональної спрямованості; цілями інвестування; масштабами; галузевою спрямованістю; термінами реалізації; передбачуваною схемою фінансування (рис. 7.4).

Важливим елементом системи управління реалізацією інвестиційних проектів є структуризація його *життєвого циклу*. Він представляє собою обмежений період часу, за який досягаються поставлені перед проектом інвестиційні цілі.

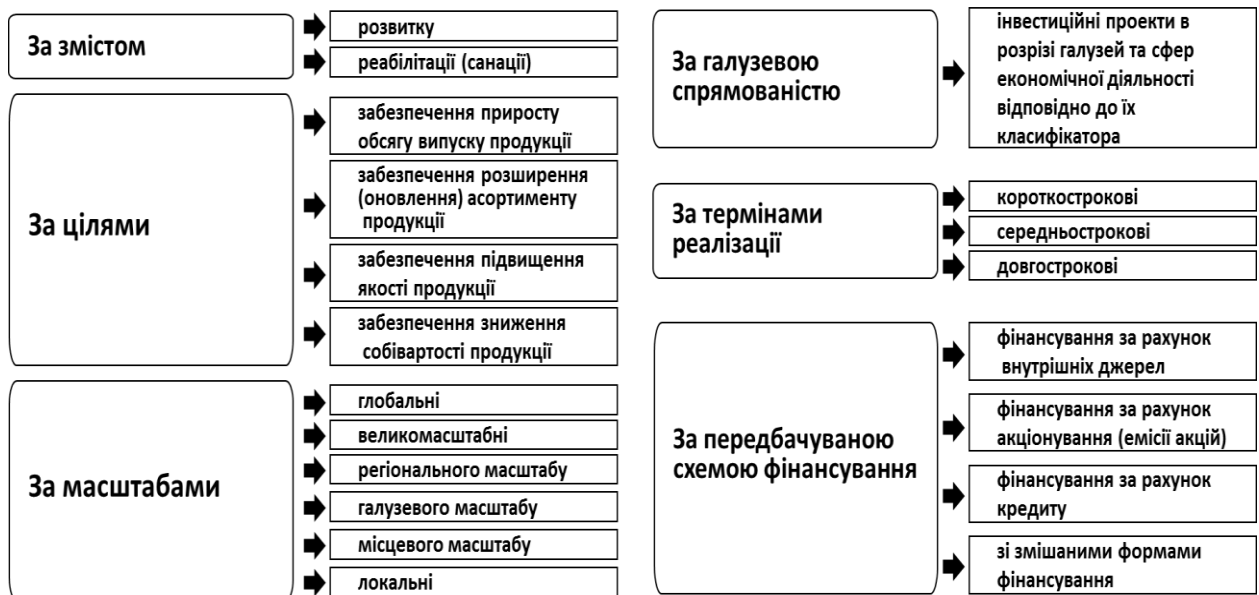


Рис. 7.4. Основні групи класифікації інвестиційних проектів

В економічній літературі найчастіше розглядаються три підходи до визначення етапів та стадій життєвого циклу інвестиційного проекту.

Перший підхід базується на методиці Всесвітнього банку і включає такі послідовні етапи: *визначення (ідентифікація), розробка (підготовка), експертиза, фінансове забезпечення, реалізація проекту, експлуатація і завершальна оцінка інвестиційного проекту*.

Другий підхід до структуризації життєвого циклу інвестиційного проекту розглядається в рамках проектного менеджменту. Він включає таку послідовність етапів: задум; аналіз проблеми (цілі, вимоги, завдання); розробка концепції (аналіз здійсненності, альтернативні концепції); детальне опрацювання (специфікації, креслення, детальні плани); виконання проекту (робоча документація, випробування, приймання); використання (впровадження, технічне обслуговування, експлуатація); ліквідація (демонтаж, утилізація, продаж, завдання на розвиток).

Найбільш поширений у вітчизняних авторів третій підхід, який виділяє передінвестиційну, інвестиційну та експлуатаційну стадії життєвого циклу інвестиційного проекту (табл. 7.1).

**Управління інвестиційним проектом** – це процес управління фінансовими, матеріальними і людськими ресурсами на протязі всього циклу його здійснення за допомогою сучасних прогресивних методів з метою забезпечення максимальної економічної і соціальної ефективності інвестиційних вкладень.

**Система управління інвестиційними проектами** являє собою організаційну структуру, методи та інструментарій управління, що забезпечують реалізацію функцій управління, а також систему інформаційного забезпечення процесу управління.

Таблиця 7.1

Стадії та етапи життєвого циклу інвестиційного проекту

Стадія життєвого циклу	Основні етапи життєвого циклу
Передінвестиційна	Формування інвестиційного задуму (ідеї). Передпроектна дослідження інвестиційних можливостей. Підготовка техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) проекту
Інвестиційна	Підготовка контрактної документації Підготовка проектної документації (дані кошторисно-фінансових розрахунків). Будівельно-монтажні та налагоджувальні роботи
Експлуатаційна	Експлуатація об'єкта. Моніторинг економічних показовий

Ефективне управління реалізацією інвестиційних проектів передбачає поєднання предметного, динамічного та функціонального підходів до його побудови.

*Предметний підхід* визначає об'єкти безпосереднього управління. Такими в інвестиційному проекті є, по-перше, безпосередньо об'єкти та виробничі потужності, що підлягають будівництву, реконструкції, технічного переоснащення. По-друге, матеріальні ресурси (сировина, комплектуючі вироби, енергія тощо), необхідні для виробництва продукції. По-третє, фінансова, маркетингова, збутова та інша діяльність, пов'язана як з управлінням проектом, так і з досягненням запланованих економічних і соціальних результатів. При формуванні системи управління конкретним інвестиційним проектом враховуються умови його реалізації, масштаб, тривалість, технологічна і організаційна складність тощо.

*Динамічний підхід* в управлінні проектами передбачає розгляд всіх процесів та робіт по їх реалізації у часу. Він обумовлений логікою розвитку робіт та подій за проектом. Цей підхід визначає необхідність створення відповідної управлінської структури, системи збору, обробки та зберігання інформації про хід реалізації проекту, методів прийняття рішень і реагування на реалі мулі події.

*Функціональний підхід* передбачає регламентацію та організацію здійснення всіх основних функцій управління: планування, організації, аналізу і контролю, координації, регулювання, стимулювання.

**Планування** – основна функція в діяльності з управління реалізацією інвестиційного проекту. Процес починається до затвердження завдання на розробку ТЕО. Кожній стадії проекту відповідають певні вид і характер планування, ступінь його деталізації тощо. При цьому сам процес планування носить циклічний характер. Починається він з найбільш загального визначення цілей, робіт і термінів їх виконання, а потім ці загальні роботи декомпонуються на відповідні етапи, що забезпечують їх здійснення. У свою чергу зазначені етапи робіт розбиваються на більш дрібні, складові конкретні комплекси і види робіт. Склад і зміст планів здійснення інвестиційних проектів залежить і від їх характеру.

У загальному вигляді щодо конкретного інвестиційного проекту можна виділити наступні види планів: концептуальний план; стратегічний план реалізації проекту; детальні плани проведення робіт по етапах здійснення проекту.

*На концептуально-стратегічному рівні планування* намічаються цілі і завдання проекту, розглядаються альтернативні варіанти їх досягнення (за місцем розташування підприємства, за величиною і характером створюваної виробничої потужності, за різними джерелами забезпечення сировиною, комплектуючими виробами тощо), оцінюються позитивні і негативні сторони кожного з них, визначаються по ним терміни і вартість реалізації проектів. На цьому рівні планування визначаються учасники реалізації проекту, внутрішні і зовнішні зв'язки між ними, основні віхи реалізації проекту, матеріальні, фінансові та інші ресурси.

*На стадії поточного (тактичного) планування* визначаються терміни виконання конкретних робіт і їх комплексів, потреба в необхідних ресурсах по комплексам робіт, терміни укладання контрактів на виконання вишукувальних, проектних, будівельних та інших робіт, на матеріальні поставки.

До тактичного рівня планування інвестиційного проекту відноситься і стадія *оперативною планування* виконання робіт по ньому. Вихідними даними для розробки детальних оперативні планів є договори між учасниками проекту; дані про обсяги підлягають виконанню робіт та їх вартості; норми витрат ресурсів на виконання відповідних робіт; умови забезпечення проекту необхідними ресурсами.

*Методи мережевого планування та управління* проектами отримали досить широке поширення. Їх перевага полягає в тому, що він дозволяють визначити мінімально можливу тривалість реалізації проекту, а також за допомогою відповідних прийомів оптимізувати плани виконання робіт за різними критеріями та обмеженням (за часом, ресурсами тощо).

Крім мережевих методів планування можуть застосовуватися й інші, зокрема лінійні графіки виконання робіт (графіки Ганта), які представляють собою лінійні шкали початку і закінчення виконання певних видів або етапів робіт у взаємній технологічній послідовності та ув'язці, графіки виконання робіт у вигляді циклограм тощо.



Розроблені плани оформляються документально за встановленою формою та затверджуються відповідним органом управління. Особлива увага при складанні планів відводиться визначенню термінів виконання робіт та відповідальних за виконання. Форма і зміст планів повинні задовольняти вимогам можливості контролювання ходу їх виконання.

*Процес поточного і оперативного управління* реалізацією інвестиційного проекту представляє собою реалізацію заходів є виконання до встановленого терміну певних робіт з метою досягнення підсумкового завдання.

*Аналіз та контроль* – важлива складова процесу управління проектами. Об'єктом аналізу та контролю є плани здійснення проекту, а також хід їх виконання: терміни виконання робіт, величина витрат та надходжень грошових коштів, матеріальних та інших ресурсів, якість будівництва та монтажу обладнання тощо. У результаті визначаються відхилення фактичного ходу реалізації інвестиційного проекту від запланованого у виробничій, інвестиційній та фінансовій діяльності.

Центральний етап контролю та управління реалізацією інвестиційного проекту – аналіз інформації про хід робіт та оцінка отриманих результатів. Аналізу на основі вихідної інформації піддаються наступні головні параметри проекту: час, вартість, якість.

*Аналіз часових параметрів реалізації проекту* полягає у співставленні фактичних термінів виконання роботи з плановими. В результаті менеджер проекту не тільки встановлює час і причини затримки або випередження запланованих термінів виконання робіт, але й може переглянути прийняту в плані тривалість виконання робіт як по проекту в цілому, так і по окремих його етапах.

*Аналіз вартості робіт та витрат по інвестиційному проекту* здійснюється за окремими роботами та проектом в цілому. На основі аналізу фактичних витрат і обсягу виконаних робіт визначаються витрати, які необхідні для завершення відповідних робіт та для здійснення проекту в цілому до стадії експлуатації створюваного активу. При цьому в процесі аналізу вартості робіт і витрат особлива увага звертається на визначення так званих невикористаних витрат, обумовлених різними причинами.

На підставі аналізу реалізації проекту за часом і вартості визначаються:

1) відставання від запланованого ходу робіт, що дорівнює різниці між бюджетною вартістю робіт за планом-графіком реалізації інвестиційного проекту та планової вартістю фактично виконаних робіт;

2) перевитрата коштів у процесі реалізації інвестиційного проекту, який визначається як різниця між плановою та фактичною вартістю виконаних робіт.

Дані, отримані в ході моніторингу (контролю і аналізу) виконання інвестиційного проекту, призначені для прийняття рішень щодо регулювання процесу його реалізації та доцільного коригування його параметрів. За результатами аналізу часових показників, витрат та вартості фактично виконаних робіт за інвестиційним проектом його менеджер приймає і реалізує рішення: по ліквідації відставання від графіка реалізації проекту або прискоренню реалізації з урахуванням виявлених в результаті аналізу

можливостей; щодо зниження або ліквідації невиправданих витрат, зниження вартості окремих робіт і проекту в цілому.

### **3. Методичні засади розробки бізнес-плану реального інвестиційного проекту**

Бізнес-план реального інвестиційного проекту є універсальним інструментом інвестиційного прогнозування на експлуатаційній стадії проектного циклу. Він представляє собою процес розробки дій та заходів, спрямованих на оптимальне за часом та прийнятне за рівнем ризиків формування й використання інвестиційних ресурсів для забезпечення реалізації конкретного інвестиційного проекту чи програми відповідно до визначених нормативів та обмежень підприємства.

Бізнес-план містить структуровану маркетингову, виробничу, технічну, організаційну та фінансову інформацію, яка дозволяє зацікавленим особам детально проаналізувати інвестиційну ідею та план її реалізації, оцінити її реалістичність та перспективність, встановити сильні та слабкі сторони проекту, знайти способи посилити перші та знизити друг. Крім того, бізнес-план аргументує доцільність участі потенційних партнерів у ресурсному забезпеченні реалізації інвестиційної ідеї бізнес-плану.

Конкретний склад бізнес-плану та ступінь його деталізації залежать від розмірів інвестиційного проекту та галузі, до якої він відноситься, ємності ринку збуту, наявності конкурентів та перспектив росту підприємства. Вирішення цих питань також повинне враховувати вимоги тих осіб та організацій, які планується залучити до реалізації інвестиційного проекту.

Процес бізнес-планування складається з декількох взаємопов'язаних та взаємодоповнюючих етапів від виникнення інвестиційної бізнес-ідеї до текстового опису результатів досліджень та розрахунків, пов'язаних з її реалізацією.

Розробка бізнес-плану може здійснюватися одним з двох способів: а) на основі стандартизованих таблиць з встановленою структурою розділів бізнес-плану чи відповіді на визначений перелік питань; б) індивідуального творчого підходу до розробки та написання бізнес-плану, що повною мірою відповідає вимогам ініціаторів інвестиційного проекту. Оптимальним є метод, що синтезує обидва ці підходи.

Планування майбутніх дій починається з аналізу та остаточного встановлення нової бізнес-ідеї, на реалізацію якої спрямований інвестиційний проект. Бізнес-ідея, для реалізації якої формується інвестиційний проект, оформляється у вигляді загальної схеми створення нової продукції, модернізації або розширення діючого виробництва, проникнення на нові товарні ринки тощо. При цьому аналізуються її сильні та слабкі сторони бізнес-ідеї; встановлюються нові можливості, які вона відкриває та проблеми, пов'язані з її реалізацією; формулюються основні цілі та завдання й визначаються шляхи їх реалізації.

На цьому етапі також проводиться аналіз загального фінансово-економічного стану підприємства, який дозволяє виявити фактори, що з одного

боку – негативно впливають на реалізацію інвестиційного проекту, а з іншого – сприяють цьому і забезпечують конкурентні переваги.

Наступним етапом бізнес-планування інвестиційного проекту є збір всієї необхідної внутрішньої та зовнішньої інформації для проведення наступних прогнозних розрахунків.

Джерела внутрішньої інформації виступають дані оперативного та бухгалтерського обліку, фінансова звітність, експертні оцінки керівників та спеціалістів підприємства, внутрішні нормативні документи та регламенти тощо.

Зовнішня інформація може бути отримана із нормативно-законодавчих актів, нормативних та методичних документів органів державної влади, статистичних збірників, спеціалізованих баз даних, економічних прогнозів та аналітичних досліджень різних організацій, періодичних видань тощо.

Зібрана інформація підлягає аналізу на предмет її достовірності, систематизації, редагуванню та, у разі необхідності, коригуванню. На основі систематизованої інформації проводиться аналіз, мета якого встановлення істотних взаємозв'язків і взаємозалежностей між окремими результатами реалізації інвестиційного проекту та факторами (ресурсами), що їх визначають.

Складові частини бізнес-плану умовно можна розділити на такі п'ять блоків:

1) стан товарного ринку за напрямком діяльності підприємства, на який спрямований інвестиційний проект; тенденції економічного розвитку галузі; суттєві характеристики продукції або послуг, що пропонуються на ринок і є об'єктом бізнес-планування;

2) організація виробництва, використовувані технології та ресурсне забезпечення;

3) організація управління, забезпечення ресурсами та інституціональні аспекти бізнесу;

4) фінансове забезпечення інвестиційного проекту;

5) прогнозна оцінка комерційної доцільності й ефективності реалізації інвестиційного проекту та аналіз його основних ризиків.

**Стан товарного ринку. Тенденції економічного розвитку галузі.** В процесі розробки цього блоку встановлюється наявність ринку збуту продукції або послуг підприємства та оцінюються його можливості досягти успіху на цьому ринку. При цьому вивчаються такі питання: ємність ринку у територіальному розрізі та тенденції його розвитку; динаміка цін на ринку за останні 5 років та їх сезонна варіація; нормативно-правове регулювання господарської, у тому числі інвестиційної діяльності; форми та методи державної підтримки виробництва окремих видів продукції; специфічні особливості ринку, що створюють певні обмеження для проникнення на ринок або стимули для розширення діяльності; прогнозні оцінки розвитку ринку в майбутньому.

Важливе значення в оцінці зовнішнього оточення має ідентифікація та оцінка конкурентів, яка проводиться за такими характеристиками: перелік підприємств – основних конкурентів; технологічне та фінансове становище конкурентів; сильні та слабкі сторони конкурентів; можлива реакція конкурентів на ті чи інші дії на ринку. У процесі аналізу конкурентів, необхідно встановити

якісні характеристики продукції, що визначають конкурентні переваги того чи іншого підприємств.

Оцінка споживачів продукції бізнес-плану передбачає встановлення таких їх характеристик: тип (окремі покупці, посередники, переробні чи торгові підприємства); територіальне розміщення споживачів продукції інвестиційного проекту; відношення та особливі вимоги покупців до продукції; наявність постійних взаємовідносин з споживачами.

На основі проведеного аналізу здійснюється обґрунтування наступних прогнозних параметрів: частка продукції підприємства на ринку; розмір ціни та цінова політика; заходи із стимулювання збуту та розширення взаємозв'язків з споживачами.

**Організація виробництва, використовувані технології та ресурсне забезпечення.** Основним завданням цього блоку бізнес-плану – визначення та аргументування вибору виробничого процесу та ресурсів для його здійснення. Необхідно докладним чином описати шлях, за допомогою якого підприємство планує ефективно виробляти продукцію та поставляти її різним категоріям споживачів.

Розробка технологічних та ресурсних аспектів бізнес-плану інвестиційного проекту здійснюється на основі технологічних карт виробництва окремих видів продукції. Технологічні карти дозволяють поелементно визначити всі деталі процесу виробництва, потребу в сировині та матеріалах, основні вартісні показники виробництва продукції, підготувати іншу інформацію для розробки бізнес-плану.

Наступним кроком роботи над бізнес-планом інвестиційного проекту є пошук постачальників сировини, матеріалів та інших засобів виробництва, а також підрядників і субпідрядників для будівництва приміщень і споруд. При цьому доцільно визначити можливості диверсифікації джерел постачання та уникнення монопольного тиску постачальників, зниження вартості та підвищення якості товарно-матеріальних цінностей, досягнення кращих умов постачання.

При розробці питань організації виробництва необхідно провести розрахунок і обґрунтувати обсяги нормативних запасів матеріалів, сировини та інших основних компонентів виробництва; число днів покриття дебіторської та кредиторської заборгованості тощо. Розрахунок потреби в оборотних коштах та їх приросту необхідний в подальшому для розробки інвестиційного плану. Важливо щоб такі розрахунки були здійснені для кожного періоду реалізації бізнес-ідеї: для першого року – в помісячній розбивці, для другого – в поквартальній, а для всіх інших – за рік.

**Організація управління, забезпечення ресурсами та інституціональні аспекти бізнесу.** У цьому блоці бізнес-плану необхідно звернути увагу як на сильні, так і на слабкі сторони кадрового потенціалу. Аналіз кадрового потенціалу здійснюється за двома напрямками: організація управління та трудові ресурси.

Особисті якості керівників і спеціалістів підприємства визначаються системою об'єктивних та суб'єктивних чинників і не завжди піддаються формальному опису. В бізнес-плануванні склалася певна традиція підготовки

цього питання, яка дає змогу зацікавленим особам скласти уявлення про якісний склад апарату управління підприємства та оцінити його потенційні можливості.

Схема підготовки питання забезпечення підприємства керівниками та спеціалістами включає такі характеристики: розподіл прав і обов'язків між членами команди управління, система підпорядкування та процедура ухвалення остаточного рішення; трудовий досвід кожного керівника та спеціаліста; особливі якості, що дозволяють очікувати на успішну діяльність в процесі реалізації інвестиційного проекту; система підвищення кваліфікації керівників і спеціалістів; умови найму та звільнення; механізм підтримки та мотивації провідних керівників і спеціалістів, їх участь у статутному фонді підприємства та розподілі доходів.

Вибір та формування організаційної структури підприємства повинні враховувати основні принципи побудови ефективних структур управління: оптимальний розподіл обов'язків, інформаційну забезпеченість керівника, зацікавленість виконавця в результаті, наявність ефективної системи моніторингу та контролю тощо.

Вибір структури управління суттєво залежить від організаційно-правової форми підприємницької діяльності та розподілу власності. Тому в бізнес-плані має бути наступна інформація: частка статутного фонду (акцій, паї), що знаходиться у власності керівників підприємства, який власний капітал вони вклали в справу; частки інших найбільших співвласників підприємства (їх назва та юридична адреса, частка у статутному фонді; якщо підприємство зареєстроване у формі акціонерного товариства – кількість акцій, що їм належать, дату придбання й вартість пакету акцій); статутні обмеження на придбання та продаж акцій (часток) і вкладення капіталу, які вплинуть на розподіл власності; порядок формування та компетенція органів управління підприємством.

Серед інших інституціональних аспектів в бізнес-плані слід відмітити форми юридичного та банківського обслуговування.

На наступному етапі підготовки бізнес-плану проводиться аналіз та прогнозні розрахунки за такими напрямками: методи визначення потреби підприємства в трудових ресурсах; відповідність наявних трудових ресурсів завданням реалізації інвестиційного проекту; шляхи забезпечення поточної та перспективної потреби в трудових ресурсах; умови зайнятості (повна або часткова) прийнятих на роботу працівників; система оплати праці та матеріального заохочення; система підготовки кадрів та підвищення їх кваліфікації; процедуру прийняття працівників на роботу та їх звільнення.

**Фінансове забезпечення інвестиційного проекту.** Основним завданням розділу є розрахунок потреби у фінансових ресурсах для забезпечення реалізації запланованих заходів, визначення джерел їх надходження та схеми і термінів повернення коштів.

Фінансовий розділ бізнес-плану інвестиційного проекту повинен включати такі основні документи: прогноз прибутків і збитків; план руху грошових потоків; прогнозний бухгалтерський баланс підприємства в результаті реалізації інвестиційного проекту; графік погашення кредитів і сплати відсотків (у випадку

використання кредитів). Прогнозні дані першого року розраховуються на кожен місяць, другого – квартал, а для решти періодів – на рік.

Прогноз прибутків і збитків, план руху грошових потоків та прогнозний бухгалтерський баланс за методологією підготовки не відрізняються від складання аналогічних документів в системі вітчизняної фінансової звітності.

Вихідні дані для прогнозування фінансових результатів формуються на основі інформації з попередніх розділів. Вони включають обсяги реалізації продукції, її ціну операційні та інвестиційні витрати, розміри податків і зборів; всі інші витрати, які несе підприємство в результаті реалізації продукції.

Прогноз руху грошових потоків дає можливість визначити потребу у фінансових ресурсах. Це здійснюється визначенням дефіциту грошових потоків (перевищення витрат грошових коштів над їх надходженням) в різні періоди часу. Третій розділ цього документа – рух грошових потоків від фінансової діяльності – дає можливість збалансувати цей дефіцит шляхом використання різних джерел фінансування. При цьому необхідно визначити найбільш прийнятну структуру капіталу, виходячи з наступних факторів: доступність різних джерел інвестиційних ресурсів і наявність необхідного забезпечення; умови залучення інвестиційних ресурсів; забезпечення платоспроможності, прийнятної для кредитно-фінансових установ; досягнення гнучкості фінансування.

У випадку використання кредиту як джерела фінансування бізнес-плану кредитори встановлюють додаткові вимоги до розробки фінансового блоку.

Для інвестиційного планування важливо, щоб вибрані завдання можна було визначити кількісно, а їх реалізацію планувати в рамках певних часових обмежень.

**Прогнозна оцінка комерційної доцільності й ефективності реалізації інвестиційного проекту та аналіз її основних ризиків.** Оцінка доцільності та ефективності реалізації бізнес-ідеї інвестиційного проекту здійснюється на основі показників, розглянутих нами раніше (тема 5). Враховуючи існування об'єктивних протиріч між окремими показниками, для прийняття остаточного рішення стосовно доцільності реалізації інвестиційного проекту, необхідно встановити один чи два основні показники оцінки її ефективності. В процесі оцінки використовують такі показники: термін окупності, норма прибутку на інвестований капітал, чиста теперішня вартість, внутрішня норма доходності, модифікована внутрішня норма доходності, індекс рентабельності.

У інвестиційні практики у більшості випадків оперують з незалежними та альтернативними (взаємовиключними) проектами або варіантами одного й того ж проекту. Якщо рішення про доцільність реалізації одного проекту не впливає на прийнятність іншого проекту, то такі проекти називають незалежними. До альтернативних або взаємовиключних належать фінансові рішення, прийняття одного з яких виключає можливість прийняття іншого. При цьому слід мати на увазі, що альтернативність розглядається не з фінансової точки зору (обмеженість фінансових ресурсів), а з технічної точки зору. Наприклад, якщо у підприємства є певна земельна ділянка, на який заплановано здійснити будівництво, то очевидно, що зведення однієї споруди на цій ділянці виключає можливість побудувати на цій самій ділянці іншої споруди.

Порівняння альтернативних рішень здійснюється з використанням тих же показників (критеріїв), які використовуються для оцінки окремого інвестиційного проекту. Загальна схема такої оцінки наступна:

1). Для кожного з порівнюваних варіантів грошових потоків розраховується вибраний показник ефективності: чиста теперішня вартість (*NPV*), індекс рентабельності (*PI*), внутрішня норма доходності (*IRR*), термін окупності (повернення). Якщо для якогось з порівнюваних проектів цей показник не відповідає критерію прийнятності, то такий варіант виключається з подальшого аналізу.

2). Перевага надається тому проекту, у якого більшим є показник *NPV*, *PI*, *IRR*, якщо порівняння здійснюється за одним з цих показників. На разі порівняння альтернативних проектів за критерієм терміну окупності, вибирають той варіант, у якого цей критерій менший.

Аналіз ризиків інвестиційного проекту, який представляють у його бізнес-плані, включає визначення:

- чинників ризику;
- ймовірність недосягнення запланованих техніко-економічних показників інвестиційного проекту в результаті настання аналізованих несприятливих подій;

- величина коштів, що піддаються впливу аналізованих ризиків;

- можливі негативні наслідки ризиків.

Аналізуються такі основні види ризиків при реалізації бізнес-плану:

- затримки початку виконання проекту;
- невиходу на запланований обсяг виробництва та реалізації продукції;
- зміни економічної політики держави (введення ліцензування, квотування на відповідний вид діяльності, зміни в оподаткуванні, митному та валютному регулюванні);

- будівельні та технологічні ризики;

- фінансові ризик.

За результатами аналізу ризиків готуються висновки про мінімізацію та/чи страхування виявлених ризиків, розраховуються додаткові кошти необхідні для реалізації цих заходів.

Можливими формами страхування ризиків інвестиційного проекту можуть бути:

- розробка ефективних профілактичних заходів щодо запобігання очікуваних ризиків;

- створення резервних (страхових) фондів;

- зовнішнє страхування окремих видів ризиків;

- отримання законодавчих гарантій захисту від окремих видів ризиків;

- інші форми страхування ризиків.

Слід також передбачити можливість виходу з програми на окремих стадіях реалізації інвестиційного проекту при настанні несприятливих умов його реалізації.

## Питання для самоконтролю

1. Для яких підприємств переважною формою інвестування будуть реальні вкладення?
2. Дайте визначення поняттю «інвестиційний проект».
3. Назвіть основні ознаки інвестиційного проекту.
4. Які підходи до класифікації інвестиційних проектів ви знаєте?
5. Що таке середовище інвестиційного проекту?
6. Розкрийте зовнішні фактори впливу на проект.
7. Охарактеризуйте внутрішні фактори впливу на проект.
8. Назвіть і охарактеризуйте основних учасників інвестиційного проекту.
9. Що таке життєвий цикл проекту? З яких фаз він складається?
10. Дайте характеристику стадій інвестиційного циклу.
11. Що таке інвестиційне проектування?
12. Охарактеризуйте основні етапи інвестиційного проектування.
13. Що таке бізнес-план інвестиційного проекту, яке його призначення?
14. Яка структура та зміст бізнес-плану інвестиційного проекту?

## Тестові завдання

### 1. До реальних інвестицій належать:

- а) усі інвестиції, спрямовані на збільшення прибутку;
- б) інвестиції, спрямовані на зростання фінансовий активів;
- в) вкладення в основний капітал виробничих підприємств;**
- г) інвестиції, спрямовані на збільшення обігових коштів.

### 2. Реальне інвестування знаходиться в найбільш тісному взаємозв'язку з:

- а) фінансовою діяльністю підприємства;
- б) матеріально-технічним забезпеченням господарської діяльності;
- в) операційною діяльністю підприємства;**
- г) податково-бюджетною політикою держави.

### 3. Однією із особливостей реального інвестування є те, що:

- а) воно не пов'язане з операційною діяльністю підприємства;
- б) воно є головною формою реалізації стратегії економічного розвитку підприємства;**
- в) його результатом є створення високоліквідних активів;
- г) порівняно з операційною діяльністю воно більше залежить від галузевих особливостей.

### 4. Однією із форм реального інвестування є:

- а) злиття та поглинання інших підприємств;
- б) придбання цілісних майнових комплексів;**



- в) придбання частки у статутному капіталі інших підприємств;
- г) всі відповіді вірні.

**5. Як правило, рівень рентабельності реальних інвестицій у порівнянні з фінансовими інвестиціями:**

- а) нижчий;
- б) приблизно рівний;
- в) вищий;**
- г) немає правильної відповіді.

**6. Реалізовані реальні інвестиції забезпечують підприємству чистий грошовий потік, особливістю якого є:**

- а) стійкість;**
- б) висока варіативність;
- в) дискретність;
- г) всі відповіді вірні.

**7. У загальному випадку реальним інвестиціям притаманна схильність до високого рівня такого виду ризику:**

- а) інфляційного;
- б) валютного;
- в) морального старіння;**
- г) природно-кліматичного.

**8. Реальні інвестиції у порівнянні з іншими видами інвестування мають вищий рівень ризикозахищеності від:**

- а) зростання ліквідності;
- б) інфляції;**
- в) зміни валютних курсів;
- г) всі відповіді вірні.

**9. Реальні інвестиції у порівнянні з іншими видами інвестування є:**

- а) найбільш ліквідні;
- б) мають середній рівень ліквідності;
- в) найменш ліквідні;**
- г) немає правильної відповіді.

**10. Однією із форм реального інвестування є:**

- а) придбання цілісних майнових комплексів;
- б) випуск корпоративних цінних паперів;
- в) застава необоротних засобів;
- г) реконструкція основних фондів.**

**11. Нове будівництво – це інвестиційна операція, яка:**

- а) здійснюється з метою галузевої, товарної або регіональної диверсифікації;

б) здійснюється при суттєвому збільшенні обсягів операційної діяльності підприємства у майбутньому періоді;

**в) забезпечує створення нового об'єкта із закінченим технологічним циклом за індивідуально розробленим або типовим проектом на спеціально відведених територіях;**

г) полягає у модернізації всього виробничого процесу на основі сучасних науково-технічних досягнень.

**12. Операція з придбання або створення нових науково-технічних розробок відповідає – це:**

а) інноваційне інвестування в оборотні засоби;

**б) інноваційне інвестування у нематеріальні активи;**

в) інноваційне інвестування у малоцінні та швидкозношувані предмети;

г) фінансове інвестування у фондові інструменти.

**13. Перепрофілювання – це інвестиційна операція:**

а) яка дозволяє залучити додаткові фінансові ресурси для істотної зміни розміру статутного капіталу підприємства;

б) що забезпечує отримання нового технологічного устаткування;

в) за допомогою якої отримують долю в статутному капіталі інших підприємств;

**г) що забезпечує повну зміну технології виробничого процесу для випуску нової продукції.**

**14. Інвестиційна операція, пов'язана з істотним перетворенням усього виробничого процесу на основі сучасних науково-технічних досягнень, називається:**

а) реорганізація;

б) диверсифікація;

**в) реконструкція;**

г) перебудова.

**15. Модернізація – це інвестиційна операція, пов'язана з:**

а) заміною частини технологічного устаткування підприємства;

**б) вдосконаленням та приведенням активної частини виробничих основних засобів у відповідність з сучасним рівнем здійснення технологічних процесів;**

в) галузевою і регіональною диверсифікацією виробництва;

г) купівлею контрольного пакету акцій конкуруючого підприємства.

**16. Інвестиційна операція, пов'язана із заміною або доповненням частини основних засобів і не міняє загальну схему технологічного процесу, називається:**

а) нове будівництво;

б) реконструкція;

**в) оновлення окремих видів устаткування;**

г) реновація.

**17. Вибір конкретних форм реального інвестування підприємства визначається:**

- а) завданнями галузевої, товарної і регіональної диверсифікації діяльності;
- б) можливостями впровадження нових технологій;
- в) потенціалом формування інвестиційних ресурсів;
- г) всі відповіді вірні.**

**18. Політика управління реальними інвестиціями забезпечує:**

- а) захист від ризиків;
- б) підготовку, оцінку та реалізацію найбільш ефективних реальних інвестиційних проектів;**
- в) захист від інфляції;
- г) підвищення ліквідності інвестицій.

**19. Основою для визначення загального об'єму реального інвестування підприємства в майбутньому періоді є:**

- а) очікувані зміни кон'юнктури інвестиційного ринку;
- б) зміна нормативно-законодавчого регулювання інвестиційної діяльності;
- в) планований обсяг приросту основних засобів підприємства в розрізі окремих їх видів, а також нематеріальних і оборотних активів;**
- г) рішення органів державної влади.

**20. Одним з основних етапів формування політики управління реальними інвестиціями є:**

- а) проведення тендерних торгів;
- б) забезпечення прийняттого рівня цін на інвестиційні товари;
- в) матеріально-технічне забезпечення інвестиційного процесу;
- г) забезпечення мінімізації рівня ризиків, пов'язаних з інвестуванням.**

## Тема 8

### Формування програми реальних інвестицій підприємства

1. Сутність та принципи формування програми реальних інвестицій.
2. Методи відбору альтернативних інвестиційних проектів для включення до інвестиційної програми.
3. Оптимізація фінансового забезпечення програми реальних інвестицій підприємства.

#### 1. Сутність та принципи формування програми реальних інвестицій

У сучасних ринкових умовах одним з найбільш дієвих інструментальних засобів реалізації стратегічних цілей будь-якого підприємства є ефективне управління його інвестиційною діяльністю. В арсеналі інструментальних засобів інвестиційного менеджменту важливе місце займає інвестиційна програма, яку формує будь-яке підприємство в перспективному економічному розвитку суб'єкт господарювання. З огляду на постійну обмеженість інвестиційних ресурсів, підприємство повинно включати в програму найбільш ефективні проекти, які здатні приносити максимальний економічний і соціальний результат. Тому знання основних істотних і економічних аспектів інвестиційної програми є необхідною умовою реалізації інвестиційної стратегії підприємства і управління його інвестиційними процесами.

Першим кроком до опанування методології та технології управління інвестиційною програмою є визначення її економічної сутності та принципів, на основі яких формується і реалізується.

**Програма реальних інвестицій підприємства** – це сукупність бізнес-проектів, об'єднаних за певною ознакою (критерієм) бо набору ознак (критеріями) з метою досягнення загальних цілей інвестиційної політики, максимальної ефективності інвестиційної діяльності та ступеня керованості, недоступної при управлінні окремими інвестиційними проектами. Такими ознаками (критеріями) бути територіальна і галузева спрямованість проектів, їх цільові та функціональні ознаки, рівень дохідності, ризику чи ліквідності тощо.

Важливим функціональним призначенням інвестиційної програми є зниження рівня невизначеності процесу вкладання інвестиційних ресурсів, на основі чого забезпечується високий рівень керованості інвестиційними процесами, створюються передумови для попередження і локалізації можливих інвестиційних ризиків та механізми адаптації до змін у зовнішньому і внутрішньому економічному оточенні.

Формування програми реальних інвестицій здійснюється на основі певних принципів. У спеціальній літературі запропоновано їх широке коло. Однак принципове значення мають лише окремі з них (рис. 8.1).

*Багатокритеріальної відбору проектів в інвестиційну програму.* Кожна інвестиційна програма спрямована на реалізацію певних інвестиційних та економічних цілей. Крім того, їх формування здійснюється за певними ознаками (критеріями). У економічній діяльності кожного підприємства завжди існує широкий спектр цільового спрямування, який визначається загальною стратегією підприємства, а також особливостями тих завдань, що виникають перед інвестиційною діяльністю у результаті впливу динаміки ключових факторів зовнішнього та внутрішнього середовища. Тому перед інвестиційним менеджментом постійно стоїть завдання ранжирування цілей інвестиційної діяльності по їх значимості, виокремлення певних цільових індикаторів у якості основного критерію селекції інвестиційних проектів, а інших окремих цільових індикаторів у якості системи відповідних обмежень для функціональної селекції. Наявність системи критеріїв оцінки доцільності реалізації проектів виступає важливим інструментом вибору кращої з існуючих альтернатив.

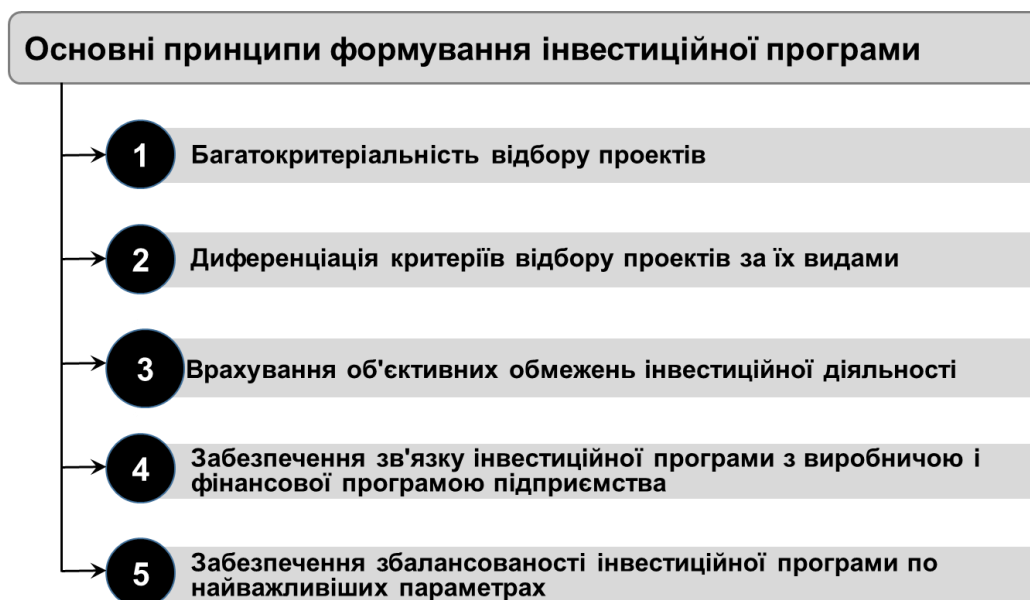


Рис 8.1. Основні принципи формування інвестиційної програми

*Диференціація критеріїв відбору за видами інвестиційних проектів.* Раніше уже відмічалось, що кожен інвестиційний проект незважаючи на його індивідуальну унікальність, має певні ознаки подібні іншим проектам – за масштабом, цільовим призначенням, видами очікуваного результату, ресурсним забезпеченням, термінами реалізації, формами фінансування тощо. Це дозволяє до певної міри стандартизувати процедуру відбору на основі диференціації критеріїв для такого відбору у контурі конкретних форм реального інвестування за незалежними, взаємопов'язаними та альтернативними інвестиційними проектами

*Врахування об'єктивних обмежень інвестиційної діяльності підприємства.* На різних етапі економічної діяльності кожного підприємства існують певні конкретні можливості та умови, які створюють певні об'єктивні обмеження для здійснення інвестиційної діяльності. Їх необхідно враховувати у

процесі формування програми реальних інвестицій. Основними з таких обмежень інвестиційної є:

- заплановані відповідно до інвестиційної стратегії обсяги інвестиційної діяльності;
- визначені напрямки і форми галузевої та територіальної диверсифікації інвестиційної діяльності;
- сформований економічний, у тому числі інвестиційний потенціал підприємства;
- наявність власних інвестиційних ресурсів та можливості доступу до зовнішніх джерел їх формування
- обмеження щодо здійснення конкретних форм і видів реального інвестування, встановлені діючими нормативно-правовими актами державних органів влади чи місцевого самоврядування.

*Забезпечення взаємозв'язку інвестиційної програми з виробничої і фінансової програмою підприємства.* Інвестиційні процеси підприємства підпорядковані та здійснюються в контексті і нерозривному зв'язку з його основною виробничою (операційною) діяльністю. Тому цільові параметри реалізації інвестиційних програм визначаються потребами інвестиційного забезпечення виробничого процесу і мають враховуватися при їх формуванні. Одночасно важливою умовою реалізації кожної інвестиційної програми є її фінансове забезпечення, яке має бути узгодженим не лише з обсягом загальної потреби у фінансових ресурсах, а й синхронізованим за часом з окремими етапами життєвого циклу конкретних інвестиційних проектів, включених до інвестиційної програми.

*Забезпечення збалансованості інвестиційної програми за найважливішими параметрами.* В економічних процесах важливу роль відіграє пропорційність та збалансованість між їх окремими елементами. Стосовно інвестиційної програми підприємства, то їх внутрішня збалансованість забезпечується шляхом формування раціональними співвідношеннями тріадою таких ключових параметрів, як рівень доходності, ризику та ліквідності. Ці співвідношення ключових параметрів інвестиційної програми в цілому детерміноване до інвестиційних уподобань власників та менеджменту підприємства за шкалою «дохідність-ризик» та «дохідність-ліквідність». При цьому важливою умовою є урахування типу реалізовуваної інвестиційної стратегії (агресивною, помірною або консервативною). Одночасно розробникам інвестиційної програми для забезпечення її внутрішньої збалансованості по співвідношенню критеріальних параметрів необхідно знайти резерви та можливості зниження рівня ризику і підвищення рівня ліквідності при бажаному рівні її доходності

Формування програми реальних інвестицій має свою внутрішню логіку, яка реалізується у певній послідовності її здійснення (рис. 8.2).

Розглянемо цей алгоритм формування інвестиційної програми більш детально.

*Вибір головного критерію відбору проектів в програму.* Кожне підприємство визначає власну мету інвестиційної діяльності, а отже і основну мету інвестиційного менеджменту. Для багатьох підприємств згідно сучасної

неокласичної теорії такою метою є зростання їх ринкової вартості для забезпечення максимізації добробуту власників підприємства. Тому для оцінки доцільності та ефективності інвестицій вони віддають перевагу такому показнику як чиста теперішня вартість. Для інших підприємств важливою в цьому контексті є доходність, тому для цілей оцінки вони оберуть показники рентабельності та доходності інвестицій. Окремі підприємства можуть віддавати перевагу ліквідності тоді найкращим критерієм відбору проекту в програму стане термін окупності інвестицій.

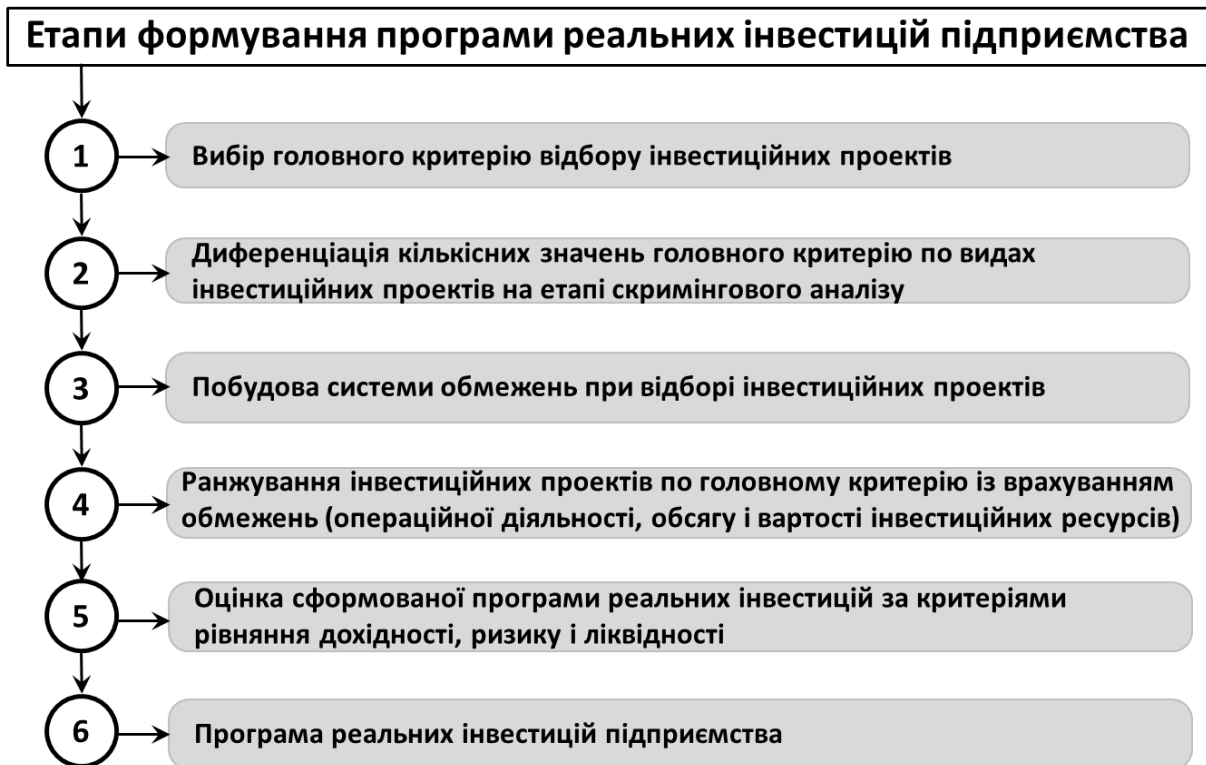


Рис. 8.2. Основні етапи формування програми реальних інвестицій підприємства

*Диференціація кількісних значень головного критерію відбору по видах інвестиційних проектів.* Для практичного використання кожного критерію важливо, щоб він мав кількісний вираз, а також встановлені межі прийнятності. Для багатьох з них існує нормативне значення критерія прийнятності. Так, для показника чистої теперішньої вартості критерієм прийнятності у загальному випадку є його позитивне значення, для внутрішньої норми доходності – значення, вище середньозваженої вартості капіталу. Однак у практиці інвестиційної діяльності цього, як правило, недостатньо. Тому існує необхідність диференціації обраного критеріального показника, наприклад, для різних формах здійснення реальних інвестицій, за характером та масштабом інвестиційних проектів, що включаються до програми. Для таких показників, як норма доходності інвестованого капіталу та термін окупності взагалі існують лиш загальні рекомендації, однак відсутні межові значення прийнятності.

В інвестиційному менеджменті рекомендується здійснювати диференціацію кількісних параметрів обраного критерію відбору проектів до інвестиційної програми по незалежних, взаємозв'язаних та альтернативних інвестиційних проектах.

По незалежних інвестиційних проектах рекомендованим значенням критерію є цільовий стратегічний норматив ефективності інвестиційної діяльності.

По взаємозалежних інвестиційних проектах аналогічний критерій приймається не за кожним конкретним інвестиційним проектом, а по усьому взаємозв'язаному їх комплексу.

По альтернативних інвестиційних проектах відбір здійснюється по найкращих значеннях обраного показника: максимальне значення чистої теперішньої вартості, внутрішньої норми доходності, індексу рентабельності, норми доходності на інвестований капітал, а мінімальне – для терміну окупності.

*Побудова системи обмежень відбору проектів в інвестиційну програму.* Існуючі умови та можливості реалізації конкретних інвестиційних програм та проектів обумовлюють необхідність формування системи обмежувальних локальних нормативів, що використовуються у процесі відбору реальних інвестиційних проектів до інвестиційних програм підприємства.

В якості таких нормативів можуть використовуватися такі показники:

- один з альтернативних показників оцінки доцільності та ефективності інвестицій. Наприклад, якщо у якості головного критерію використовують чистку теперішню вартість, то обмежувачами індикатором можуть обрати мінімальна внутрішня норма доходності чи індекс рентабельності, або максимальний період окупності проекту, тобто, межові значення, які не можуть перетинати ці показники ;

- максимальний рівень прийняттого інвестиційного ризику оцінюваного інвестиційного проекту;

- максимально допустимий часовий період або мінімальний рівень коефіцієнту ліквідності інвестицій.

У якості допоміжних обмежувачих нормативів можуть виступати:

- прийнятний рівень готовності інвестиційного проекту до його реалізації (наявність техніко-економічного обґрунтування чи бізнес-плану; повне проведення завершеність проектних та вишукувальних робіт; узгоджені форми та схема фінансового забезпечення інвестиційного проекту тощо);

- максимальна (нормативна) тривалість передінвестиційної та інвестиційної стадії проекту до його входження у експлуатаційну стадію, виходу на проектну потужність та початку генерування позитивного чистого грошового потоку).

*Ранжирування інвестиційних проектів.* Процес ранжирування має напрацьовану методику його здійснення і складається з декількох типових етапів.

На початковому етапі інвестиційні проекти після попереднього аналізу та відповідного очищення неприйнятних або найменш прийнятних ранжують за встановленим головним критерієм доцільності включення у інвестиційну програму підприємства.



На наступному етапі відібрані до включення в інвестиційну програму інвестиційні проекти більш повно ранжують як з урахуванням критеріальних показників, так із врахуванням встановленої системи обмежень їх відбору.

На третьому етапі шляхом ідентифікації конкретної значущості кожного обмеження для інвестиційної діяльності підприємства окремі рангові значення інвестиційних проектів інтегруються в єдиний ранговий їх показник по усій системі обмежень.

На заключному етапі ранжирування уточнюється остаточний вибір окремих інвестиційних проектів за встановленим критерієм з урахуванням інтегрального рангового їх значення за системою обмежень та включення їх у інвестиційну програму.

У практиці інвестиційного менеджменту часто зустрічається ситуація, коли пріоритетом інвестиційної діяльності підприємства на окремих етапах його стратегічного розвитку виступає необхідність швидкого виходу на задані обсяги виробництва та реалізації продукції. У цьому випадку програма реальних інвестицій підприємства формується за критерієм відбору інвестиційних проектів на основі показника продуктивності інвестованого капіталу.

Для вирішення цього завдання розробляється спеціальна модель оптимізації інвестиційної програми підприємства при заданій виробничій програмі (заданому об'ємі приросту виробництва або реалізації продукції).

У випадку, якщо реалізація інвестиційних проектів пов'язана з використанням позикового капіталу, об'єм і вартість залучення якого зростають при розширенні об'ємів інвестиційної діяльності, формування інвестиційної програми проводять з урахуванням обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів.

Якщо можливості формування власних інвестиційних ресурсів у підприємства обмежені, а обсяг запозичень інвестованого капіталу понад певні межі може негативно вплинути на стан його фінансової стійкості і платоспроможності, то при формуванні інвестиційної програми встановлюють обмеження загального обсягу інвестиційних ресурсів.

Після остаточної оцінки сформованої інвестиційної програми за показниками доходності, ризиковості та ліквідності вона приймається до реалізації.

Остаточне формування інвестиційної програми підприємства здійснюється з урахуванням усіх трьох її параметрів виходячи з пріоритетів, визначуваних підприємством.

## **2. Методи відбору альтернативних інвестиційних проектів для включення до інвестиційної програми**

У попередньому параграфі у загальних рисах уже розглядалися основні критерії та принципи, на основі яких здійснюється відбір окремих інвестиційних проектів для включення до інвестиційної програми. Враховуючи значення раціонального вибору інвестиційних проектів для забезпечення фінансової стійкості підприємства та його перспективного економічного розвитку, необхідно розглянути це питання більш детально. При цьому основна увага буде

приділена такому аспекту як прийняття програмних інвестиційних рішень по альтернативних (взаємовиключних) інвестиційних проектах.

На практиці для оцінки альтернативних інвестиційних рішень використовують переважно два методи – *чистої теперішньої вартості (NVP)* та *внутрішньої норми доходності (IRR)*. Стосовно окремих інвестиційних проектів вибір то чи іншого з цих методів є відображенням особистих уподобань осіб, які здійснюють аналітичні обґрунтування інвестиційних рішень. Стосовно ж альтернативних інвестиційних рішень, то досить часто виникає необхідність їх одночасного застосування. Тому необхідно розуміти їх сильні та слабкі сторони, а також особливості застосування на практиці.

Метод *чистої теперішньої вартості (NVP)* передбачає дисконтування всіх чистих грошових потоків, які генеруються інвестиційним проектом, за середньозваженою нормою доходності та їх подальше сумування. При цьому приймаються до реалізації всі інвестиційні проекти, які мають позитивне значення *NVP*.

*Внутрішня норма доходності (IRR)* представляє собою ставку дисконтування, яка, будучи застосована до генерованих інвестиційним проектом чистих грошових потоків, забезпечить нульове значення *NVP*. При використанні цього критерію приймаються всі проекти, *IRR* яких перевищує заданий рівень доходності (середньозваженою нормою доходності).

Застосування різних методів для прийняття інвестиційних рішень стосовно взаємовиключних проектів можуть мати різні результати, які суперечать між собою.

Серед причин, що призводять до протиріччя методів *NPV* та *IRR*, є дві основні:

- 1) масштаб проекту (величина інвестицій по одному проекту більше, ніж по іншому);
- 2) інтенсивність припливу грошових коштів (велика частина припливу грошових коштів по одному проекту здійснюється у початковій періоді його реалізації, а по другому – у заключній Періоді реалізації).

Розглядаючи проблему масштабу, підприємство матиме неоднакові обсяги вільних інвестиційних ресурсів для вкладення в залежності від того, який проект буде обраний. Різна інтенсивність припливу чистих грошових потоків виключає можливість отримання підприємством додаткових коштів для їх реінвестування. У такій ситуації велике значення буде мати ціна інвестованого капіталу, по якій він може бути реінвестований.

Альтернативні проекти часто відрізняються за масштабом, або величиною необхідних інвестиційних ресурсів. *Проблема масштабу* проявляється, як тільки для оцінки взаємовиключних інвестицій використовується метод *IRR*.

Протиріччя між критеріями *NPV* та *IRR* може виникати через відмінності в розподілі загальної суми припливу грошових коштів у часі, навіть якщо аналізовані проекти однакові за масштабом.

Питання значимості прискорення припливу чистих грошових потоків є ключовим у вирішенні конфлікту між критеріями *NPV* та *IRR* у процесі аналізу альтернативних інвестиційних проектів. Значимість грошового потоку залежить від допустимої доходності, під яку можна реінвестувати приростні грошові

надходження ранніх часових періодів. Використання критерію *NPV* допускає, що доступною відсотковою ставкою, за якою можуть бути реінвестовані генеровані проектом чисті грошові потоки, є середньозважена вартість капіталу, тоді як застосування критерію *IRR* означає, що у інвестиційні можливості підприємства забезпечують ставку доходності, яка дорівнює *IRR*. Реально ж можливою та доступною для підприємства ставкою реінвестування може бути тільки середньозважена вартість капіталу, яка закладена у модель розрахунку критерію *NPV*. На цій підставі ґрунтуються усі рекомендації стосовно переваг критерію *NPV* при прийнятті інвестиційних рішень.

Суттєвим недоліком критерію *IRR* у контексті аналізу та оцінки альтернативних інвестиційних проектів є необхідність його розрахунку для додаткових грошових потоків. Ця процедура сама по собі складна і значно ускладнюється, якщо необхідно порівнювати значну кількість проектів оскільки необхідно попарно оцінювати всі проекти і у кожному випадку вибирати кращий з них.

Крім того, критерій *IRR* практично неможливо застосувати у випадку, коли ціна середньозважена вартість капіталу підприємства помітно змінюється у часі під впливом різних зовнішніх та внутрішніх чинників. Якщо для показника *NPV* такі зміни не критичні, оскільки є можливість перерахунку дисконтованого чистого грошового потоку для кожного часового періоду життєвого циклу відповідно до передбачуваної зміни середньозваженої вартості капіталу у цьому періоді, то для критерію *IRR* у цій ситуації зникає база для порівняння.

Ще однією проблемою застосування методу *IRR* для оцінки альтернативних інвестиційних проектів є існування так званого «ефекту мультиплікації» або множинності значень цього критерію для окремих типів грошових потоків.

У більшості випадків для інвестиційних проектів характерні *інвестиційні* або *ординарні* грошові потоки. Вони представляють собою один або серією впливів (капіталовкладень), за якими слідує чисті позитивні грошові потоки. Кажуть, що грошовий потік такого проекту міняє свій знак на протилежний (з негативного на позитивний) лише один раз. Для таких проектів існує правило: чим вище значення *IRR*, тим проект кращий з точки зору його прийнятності для реалізації. У інвестиційних грошових потоків *NPV* зменшується зі збільшенням ставки дисконтування.

*Позикові* або *неординарні* грошові потоки змінюють знак на протилежний більше, ніж один раз на протязі життєвого циклу. Для інвестиційних проектів, які мають неординарні грошові потоки можливі три ситуації:

- 1) у інвестиційного проекту немає жодного *IRR*;
- 2) у проекту є одне значення *IRR*;
- 3) у проекту є кілька значень *IRR*.

І хоч такі проекти у реальній інвестиційній практиці досить рідке явище, розуміння їх природи дозволяє уникнути ситуації неоднозначності у обґрунтуванні та прийнятті інвестиційних рішень, завчасно відмовившись від використання критерію *IRR*.

Найбільш прийнятним варіантів вирішення проблеми мультиплікативності критерію *IRR* є використання критерію модифікованої внутрішньої норми

доходності (*MIRR*). Він завжди має єдине значення, в повній мірі узгоджується з критерієм *NPV* і може використовуватися для оцінки незалежних проектів. Для альтернативних проектів протиріччя між критеріями *NPV* та *MIRR* можуть виникати, якщо проекти несумірні за масштабом або мають різну тривалість. В цьому випадку рекомендується застосовувати критерій *NPV*.

Слід зазначити, що критерій *NPV* теж має свої недоліки, ігнорування яких може привести до помилкових інвестиційних рішень. Тому орієнтація на нього як на єдиний індикатор не завжди доцільна. Його основний недолік визначається тим, що це абсолютний показник. Тому сам по собі не дає уявлення про реальний потенціал стійкості або безпеки проекту. Якщо в процесі прогнозно-аналітичних розрахунків будуть допущені істотні помилки у прогнозуванні елементів грошового потоку або визначенні середньозваженої вартості капіталу (норми дисконтування) то проект, який раніше оцінювався як привабливий, може виявитись збитковим.

У цьому відношенні критерії *IRR* та *PI* надають значно ширшу інформацію про резерв безпеки інвестиційного проекту. За інших рівних умов, чим більше *IRR* у порівнянні з середньозваженою вартістю капіталу (нормою дисконтування), тим вищий потенціал безпеки має інвестиційний проект. Аналогічно, чим більше значення *PI* перевищує одиницю, тим більше потенціал безпеки проекту. З позиції ризикозахищеності можна порівнювати проекти за критеріями *IRR* та *PI*, але проблематично це зробити за допомогою критерієм *NPV*.

Високе значення *NPV* також не може служити вирішальним аргументом при прийнятті рішень, так як воно, по-перше, визначається масштабом проекту, а по-друге, може бути пов'язане з досить високим ризиком, асоційованим з цим значенням.

При розрахунку *NPV* інвестиційних проектів існує ряд практичних аспектів, які обов'язково повинні враховуватися. Так, слід приймати до уваги ставку оподаткування, норму амортизації, законодавчо визначені методи включення окремих елементів до складу грошового потоку інвестиційного проекту, темпи інфляції тощо.

Раніше відмічалось, що важливою властивістю методу *NPV* є те, що він дозволяє порівнювати інвестиційні проекти, які мають різну тривалість життєвого циклу, Методи ланцюгових підстановок (замін) та еквівалентного ануїтету дозволяють усунути часову неспівставність (вплив часового чинника), щоб коректно порівняти їх.

Крім того, за допомогою методу *NPV* можна порівнювати інвестиційні проекти, які носять вимушений та витратний характер. Прикладом таких проектів можуть бути інвестиції екологічного характеру, які обумовлені вимогами чинного законодавства щодо охорони навколишнього середовища. До цього ж типу інвестиційних проектів можна віднести об'єкти соціально-культурного призначення підприємств, які не приносять підприємству явних економічних вигід. Ще одним прикладом цього типу інвестицій може бути вибір системи опалення виробничих приміщень (парова, водяна, електрична тощо) або типу освітлювальних приладів (лампи розжарювання або денного

освітлення). Найбільш привабливим серед них є інвестиційний проект, чиста теперішня вартість витрат якого має найменше значення.

Розглянутий метод оцінки доцільності та ефективності альтернативних проектів, що носять витратний характер, може мати високу актуальність в умовах раціонального використання обмежених інвестиційних ресурсів. Крім того, він має особливе значення для бюджетної сфери, комунальних підприємств та неприбуткових організацій.

Метод *NPV* виступає найбільш надійним методичним інструментарієм для вибору серед альтернативних проектів з позиції забезпечення найбільшого зростання ринкової вартості підприємства та добробуту його власників, незалежно від особливостей та специфіки економічних умов здійснення інвестиційної діяльності підприємства. Це стосується і особливого типу інвестиційних рішень – рішень про реновацію чи заміну вже наявних активів. Один з можливих підходів до прийняття такого рішення - розрахувати абсолютні грошові потоки для кожної альтернативи і порівняти їх. Інший підхід - обчислити, скільки можна заощадити, якщо використовувати нові активи замість старих, а потім розрахувати чисту теперішню вартість економії.

### **3. Оптимізація фінансового забезпечення програми реальних інвестицій підприємства**

Однією з особливостей показника чистої теперішньої вартості є його *адитивність* або *складуваність*, тобто можливість підсумовування загального результату всіх інвестиційних проектів, включених до інвестиційної програми. Це означає, що *NPV* умовного проекту, грошові потоки якого утворені шляхом сумування грошових потоків дорівнює сумі їх індивідуальних *NPV*. Тому використання цього показника вважається єдиним вірним способом для об'єктивної (кількісної) оцінки інвестиційних проектів. Крім того, вважається, що він найкращим чином відображає потенційну доходність інвестиційного проекту, зростання ринкової вартості підприємства та зростання добробуту його власників, а, отже найкраще відповідає довгостроковим інтересам акціонерів.

Добробут акціонерів підприємства досягає свого максимуму, якщо підприємство успішно реалізує всі інвестиційні проекти, що мають позитивну величину *NPV*. При цьому реалізація інвестиційних проектів, як забезпечують норму прибутку, що перевищує альтернативну рентабельність використання капіталу, тобто доходність, яку могли б отримати власники підприємства при інвестуванні капіталу в інший проект з тим же рівнем ризику, передбачає наявність достатнього обсягу інвестиційних ресурсів, доступного для забезпечення всіх запланованих інвестицій. Оскільки більшості підприємств реального сектора не мають достатніх обсягів власних інвестиційних ресурсів або ж можливостей доступу до зовнішніх джерел їх формування, які б дозволили здійснити всі доступні інвестиційні проекти з позитивною величиною *NPV*, виникає необхідність визначення набору проектів для включення до інвестиційної програми, які б забезпечили найбільшу чисту теперішню вартість.

Проблема оптимізації ресурсного забезпечення інвестиційних програм підприємства формує інвестиційні обмеження, які стосуються інвестиційних ресурсів як у грошовій, так і в матеріальній формі. Одночасно такі ж обмеження стосуються й інших ресурсів (робочого часу менеджерів, наявності кваліфікованої робочої сили, доступу до окремих видів нематеріальних ресурсів тощо). Необхідність раціонування капіталу може виникати або через неможливість отримання підприємством необхідних коштів за прийнятною для нього ринковою вартістю, або у наслідок внутрішніх фінансових обмежень, пов'язаних фінансово-економічним станом підприємства. Обмеження, що формуються під впливом зовнішніх умов та чинників, в інвестиційному менеджменті прийнято називати «жорстким» раціонуванням, а обмеження, що обумовлені внутрішніми обставинами – «м'яким».

У більшості випадків, як показує економічна практика вітчизняних підприємств, джерелом обмежень щодо інвестування капіталу є внутрішні чинники та умови. Причинами «м'якого» раціонування інвестиційних ресурсів, як правило, є обмеження на обсяги їх формування за рахунок зовнішніх джерел, встановлення нормативів та граничних значень витрачання фінансових ресурсів для структурних підрозділів та центрів відповідальності підприємства (формування щорічних бюджетів капіталовкладень), обмеження нормативи щодо мінімального рівня рентабельності чи прийнятного рівня інвестиційних ризиків, здійснення політики стабільного зростання, а не спонтанного розвитку.

У зв'язку з бюджетними обмеженнями відбір проектів до інвестиційних програм пов'язаний з процедурою оптимізації бюджету капітальних вкладень. Якщо підприємство дотримується політики оптимізації бюджету, то воно усвідомлено уникає можливості максимально збільшити свій капітал за рахунок доступного обсягу інвестиційної діяльності. Відмовляючись від залучення фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел (емісії боргових та дольових цінних паперів, кредитів банків), в контексті забезпечення економічної самостійності і контролю в управлінні, зниження частки позикових коштів у структурі капіталу, підприємство усвідомлено обмежує темпи розширення своєї операційної діяльності, що впливає на скорочення його інвестиційної діяльності та зниження темпів зростання матеріально-технічної бази.

Процес прийняття інвестиційного рішення в умовах раціонування капіталу пов'язаний з відбором проектів, що забезпечують максимізацію сумарного *NPV*. При цьому користуються методами лінійного програмування. Лінійне програмування – це метод, запозичений з області операційних досліджень і має базується на використанні сучасної електронно-обчислювальної техніки та відповідного програмного забезпечення. За допомогою цього методу можна визначити оптимальні рішення (тобто рішення, які є найкращими для даного варіанту проблеми), коли мета (максимізація *NPV*) повинна бути досягнута при дотриманні певних умов (наприклад, нормування капіталу). Якщо у відборі бере участь не надто багато проектів, фінансовий менеджер може просто перебрати всі можливі сукупності проектів, які задовольняють накладеному на бюджет обмеження,

В реальній ситуації відбір проектів ускладнюється рядом факторів. По-перше, це фактор ризику. При прийнятті рішення слід робити припущення про

те, що всі проекти є однаково ризиковими і, отже, мають однакову середньозважену вартість капіталу. Якщо відмовитися від цієї умови і при цьому число проектів настільки велике, що неможливо провести відбір вручну, досягти оптимального рішення практично неможливо, так як в даний час немає комп'ютерних програм, що дозволяють ефективно працювати з проектами різного ступеня ризику.

По-друге, фактор часової оптимізації. Найпростіший варіант раціонування капіталу виникає у разі, якщо фінансові обмеження встановлюються на один період. Протягом цього періоду сума коштів, виділених на інвестування, перетворюється в обмежуючий фактор. Оптимізація бюджету досягається при цьому порівняно легко. Однак на практиці обмеження поширюються, як правило, на кілька часових періодів. У зв'язку з множинністю періодів завдання раціонування капіталу стає більш складним і потребує врахування обмежень протягом відразу декількох періодів. Оскільки джерела формування інвестиційних ресурсів, які планується використати у майбутньому, частково формуються за рахунок надходжень від раніше здійснених інвестицій, обмеження за обсягом капітальних вкладень у кожному наступному періоді залежать від інвестицій, зроблених у попередньому періоді. Для вирішення багатоперіодної проблеми такого роду необхідна інформація про інвестиційні можливості та доступності джерела фінансування інвестицій не тільки в поточному періоді, а й у майбутніх періодах. Крім того, треба мати на увазі, що величина *NPV* сукупності проектів, яка підлягає максимізації у цьому випадку є сумою дисконтованих значень чистих грошових потоків кожного періоду у межах аналізованого часового горизонту.

### Питання для самоперевірки

1. Що таке програма реальних інвестицій підприємства?
2. З якою метою формують інвестиційні програми?
3. Які основні принципи формування програми реальних інвестицій підприємства.
4. Які основні етапи формування програми реальних інвестицій підприємства.
5. Чому виникають проблеми при прийнятті інвестиційних рішень по взаємовиключних інвестицій? Який підхід ви б рекомендували в подібній ситуації?
6. Чому виникає проблема суперечливості інвестиційних рішень, прийнятих на основі критеріїв *NPV* і *IRR*?
7. Що таке проекти з грошовими потоками інвестиційного і позикового типу?
8. Назвіть випадки застосування методу *MIRR* і розкрийте його сутність.
9. Визначте методи, що дозволяють усунути часовий чинник при порівняльному аналізі інвестиційних проектів.
10. Розкрийте сферу застосування методу порівняння витрат в інвестиційному аналізі.

11. Які особливості прийняття інвестиційних рішень в умовах раціонування капіталу?
12. Що слід розуміти під «м'яким» і «жорстким» раціонуванням?
13. Назвіть два підходи, що застосовуються при вирішенні проблеми раціонування капіталу.

### Тестові завдання

#### 1. Проект – це:

- а) завдання з певними вихідними даними й планованими результатами (цілями), що зумовлюють спосіб його рішення;
- б) бізнес-план;
- в) програма дій по використанню фінансових ресурсів;
- г) комплекс взаємопов'язаних заходів, розроблених для досягнення певних цілей протягом заданого часу при встановлених ресурсних обмеженнях.**

#### 2. За функціональною спрямованістю виділяють такі види інвестиційних проектів:

- а) незалежні;
- б) розвитку і санації;**
- в) середні;
- г) проекти, що забезпечують розширення асортименту продукції.

#### 3. За сумісністю реалізації виділяють такі види інвестиційних проектів:

- а) короткострокові;
- б) крупні;
- в) незалежні;**
- г) проекти, що забезпечують підвищення якості продукції.

#### 4. За передбачуваною схемою фінансування реальні інвестиційні проекти поділяються на:

- а) з невеликим ступенем ризику, найбільш ризиковані проекти, пов'язані із створенням нових виробництв та технологій;
- б) незалежні альтернативні;
- в) невеликі, середні та крупні;
- г) інвестиційні проекти, що фінансуються за рахунок внутрішніх джерел, акціонерного капіталу, кредитних ресурсів, змішаних джерел фінансування.**

#### 5. До середніх за обсягом необхідних інвестиційних ресурсів відносять такі види проектів:

- а) від 50 до 80 тис. дол. США;
- б) від 80 до 100 тис. дол. США;



**в) від 100 до 1000 тис. дол. США;**

г) від 1000 до 2000 тис. дол. США.

**6. Методологічною основою оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів є:**

а) визначення вартості інвестованого капіталу;

б) величина інвестиційних витрат;

**в) співставлення прямого та зворотного потоків інвестованого капіталу;**

г) визначення рентабельності активів.

**7. Обсяг інвестиційних витрат в процесі оцінки ефективності реальних інвестиційних включає:**

**а) вартість усіх ресурсів, використовуваних у процесі з реалізації проекту;**

б) вартість усіх ресурсів, використовуваних на інвестиційній стадії життєвого циклу проекту;

в) суму усіх витрат, пов'язаних із здійсненням інвестиційної діяльності підприємства у прогнозованому періоді;

г) немає правильної відповіді.

**8. Оцінка повернення інвестованого капіталу здійснюється на основі:**

а) чистого доходу;

**б) чистого грошового потоку;**

в) суми амортизаційних відрахувань;

г) вартості активів, створених у результаті реалізації інвестиційного проекту.

**9. Дисконтна ставка для приведення окремих показників до теперішньої (поточної) вартості повинна бути:**

а) однаковою для усіх інвестиційних проектів, здійснюваних підприємством;

б) вибір її значення немає принципового значення для оцінки ефективності;

**в) диференційованою для різних інвестиційних проектів;**

г) немає правильної відповіді.

**10. Економічну ефективність реальних інвестиційних проектів можна визначити за допомогою показника:**

**а) внутрішньої ставки дохідності;**

б) величини інвестиційних витрат;

в) рентабельності активів;

г) чистого прибутку.

**11. Під чистою теперішньою вартістю (NPV) розуміють:**

а) суму чистого доходу скориговану на індекс інфляції;

**б) різниця між приведеною до теперішньої вартості сумою чистого грошового потоку за весь період експлуатації інвестиційного проекту і теперішньою вартістю інвестиційних витрат на його реалізацію;**

в) співвідношення між теперішньою вартістю чистого грошового потоку і сумою інвестиційних витрат на реалізацію проекту;

г) суму чистого доходу зменшену на суму амортизації активів, створених за рахунок інвестицій.

#### **12. Індекс (коефіцієнт) доходності інвестицій це:**

а) співвідношення між сумою чистого доходу і сумою інвестиційних витрат;

б) співвідношення між сумою чистого доходу і сумою амортизації активів, створених за рахунок інвестицій;

в) співвідношення між сумою інвестиційних витрат і сумою чистого доходу;

**г) співвідношення між теперішньою вартістю чистого грошового потоку і теперішньою вартістю інвестиційних витрат на реалізацію проекту.**

#### **13. Період окупності проекту визначається:**

а) співвідношенням між сумою інвестиційних витрат на реалізацію проекту і загальною сумою чистого грошового потоку за період експлуатації проекту;

б) різницею між сумою чистого грошового потоку за період експлуатації проекту і сумою інвестиційних витрат на реалізацію проекту;

**в) співвідношенням між сумою інвестиційних витрат на реалізацію проекту і середньорічною сумою чистого грошового потоку за період експлуатації проекту;**

г) співвідношенням між середньорічною сумою чистого грошового потоку за період експлуатації проекту і сумою інвестиційних витрат на реалізацію проекту.

#### **14. Програма реальних інвестицій підприємства це:**

а) всі проекти створення або модернізації основних засобів;

б) всі проекти реального та фінансового інвестування;

**в) сукупністю інвестиційних проектів, що відповідають критеріям за рівнем доходності, ризику і ліквідності, загальним цілям інвестиційної політики підприємства та є цілісним об'єктом управління;**

г) немає правильної відповіді.

**15. До основних принципів формування інвестиційної програми відносяться:**

а) керованість;

**б) диференціація критеріїв відбору за видами інвестиційних проектів;**

в) креативність;

г) забезпеченість матеріально-технічними ресурсами.

**16. В якості головного критерію відбору проектів для включення до інвестиційної програми підприємства, як правило, використовують показники:**

- а) чистої теперішньої вартості та внутрішньої ставки доходності;**
- б) чистого прибутку та величини інвестиційних витрат;
- в) рентабельності активів та рентабельності операційної діяльності;
- г) всі відповіді вірні.

**17. Збалансованості інвестиційної програми за найважливішими параметрами передбачає:**

- а) раціональне співвідношення між доходами і витратами;
- б) ефективне співвідношення між параметрами рівня доходності, ризику та ліквідності;**
- в) високий рівень доходності і низький рівень ризику;
- г) оптимальний розподіл інвестиційних витрат між окремими проектами.

**18. В якості основних обмежуючих нормативних показників відбору проектів для включення в інвестиційну програму зазвичай встановлюють:**

- а) максимальний об'єм інвестицій і середньозважений рівень ризиків;
- б) мінімальний рівень доходності і максимальний рівень ризику;
- в) мінімальний рівень рентабельності активів і термін окупності інвестицій;
- г) один з показників ефективності проекту, максимально допустимий рівень загального ризику проекту, максимально допустимий період ліквідності інвестицій.**

**19. Рівень ризику інвестиційної програми визначається шляхом розрахунку:**

- а) прогнозованого рівня варіації інвестиційних витрат;
- б) суми можливих втрат коштів по окремих проектах, включених до програми;
- в) очікуваного рівня варіабельності показника чистого грошового потоку;**
- г) різниці між прогнозованим обсягом доходу по проектах, включених до програми, і витратами на ліквідацію можливих негативних наслідків їх реалізації.

**20. Рівень ліквідності інвестиційної програми визначається:**

- а) загальним коефіцієнтом ліквідності, визначеним сумою рівня ліквідності окремих інвестиційних проектів;
- б) часовим періодом від початку реалізації програми до ліквідації останнього активу, створеного у результаті реалізації цієї програми;
- в) ліквідаційною вартістю активів, створених у результаті реалізації цієї програми;
- г) середньозваженим коефіцієнтом ліквідності інвестицій по окремих проектах (зваженим на обсяг необхідних інвестиційних ресурсів по них).**

## Тема 9

### Управління ризиками інвестиційних проектів

1. Поняття та види ризиків інвестиційних проектів.
2. Методичні підходи до управління ризиками інвестиційного проекту.
3. Організація управління інвестиційними ризиками.

#### 1. Поняття та види ризиків інвестиційних проектів

Будь-яка діяльність, у тому числі й інвестиційна, передбачає ризик, для якого характерна ситуація, якій притаманна більшою або меншою мірою невизначеність можливих результатів. Це обумовлено перш за все станом ринкового середовища, яка носить в значній мірі ймовірнісний, невизначений характер. Людина в цих умовах не в змозі однозначно передбачити результати своїх дій. Навіть у тому випадку, якщо прикладені зусилля щодо впорядкування процесів розробки, прийняття та реалізації управлінських рішень, неминуче зберігаються чинники, що не піддаються формалізації. Отже, ризик становить об'єктивний і неминучий елемент будь-якої діяльності.

Реалізація інвестиційного проекту завжди пов'язана з невизначеністю, оскільки супроводжується впливом факторів, при яких наслідки не є заздалегідь обумовленими, а ступінь можливого впливу цих факторів на результати невідома. Фактори невизначеності бувають як зовнішні, так і внутрішні. Зовнішні чинники визначаються станом зовнішнього середовища (чинне законодавство, потреби ринку в продукції, що випускається, конкуренція на ринку), внутрішні – діями персоналу учасників проекту, організацією процесу його реалізації тощо.

Інвестиційні рішення відносяться до майбутнього періоду часу, тому з упевненістю прогнозувати результати їх здійснення проблематично. Вони повинні виконуватися з урахуванням можливих ризиків. Інвестиційне рішення називають ризикованим, або невизначеним, якщо воно має кілька можливих результатів.

З розвитком суспільства категорії «ймовірність», «невизначеність» та «ризик» відіграють все зростаючу роль у світі взагалі і в економічних відносинах зокрема.

*Ймовірність* – це можливість отримання певного результату; в якості одиниці її вимірювання приймається ймовірність достовірної події, такої, яка неодмінно повинна статися. Точність оцінки об'єктивних ймовірностей залежить від обсягу статистичних даних та можливості їх використання для прогнозування подій, тобто від соціально-економічної стабільності. Разом з тим у багатьох випадках при прийнятті рішень статистичні дані про частоту появи події можуть бути незначними або взагалі бути відсутнім. При цьому використовують підхід,

що базується на суб'єктивних оцінках особи, яка приймає рішення. Вимірювані таким чином ймовірності називають *суб'єктивними*. Пріоритет віддається думці суб'єкта, яка відображає стан його інформаційного фонду. Таким чином, суб'єктивна ймовірність визначається на базі особистого досвіду експерта, а не по частоті, з якою аналогічний результат був отриманий в подібних умовах. Залежність від об'єктів вихідної інформації, з одного боку, і від суб'єкта – з іншого, веде до того, що до ймовірнісної ситуації додається невизначеність. Отже, для характеристики ризику поняття ймовірності недостатньо.

Будучи невід'ємною умовою господарської діяльності, невизначеність лежить в основі складних і важливих економічних явищ, взаємодія з якими викликає відповідні реакції як окремих економічних агентів - учасників виробництва та споживання, так і суспільства в цілому. Тому для характеристики ризику поняття ймовірності недостатньо.

*Невизначеність* – це неповнота та неточність інформації про умови реалізації проекту.

Незважаючи на різноманіття підходів до визначення ризику, до сих пір не існує однозначного розуміння цієї категорії. Це пояснюється її багатоаспектністю, а також практично повним ігноруванням ризику вітчизняним господарським законодавством, реальній економічній і управлінській практиці. У зв'язку з цим в сучасній економічній літературі можна зустріти досить багато дефініцій поняття «ризик». При цьому враховують:

- можливість виникнення деякої події;
- невизначеність настання події;
- дія, в результаті якого подія може відбутися або не відбутися.

Тому, ризик розглядають як комбінація понять «ймовірність», «невизначеність», «дія». У зв'язку з цим можна дати наступне визначення. *Ризик* – це ймовірність виникнення відхилення від запланованого результату в умовах невизначеності господарської діяльності досліджуваного об'єкта.

Рівень ризику характеризується величиною ймовірності отримання запланованих результатів і пов'язаний з відхиленнями фактичних показників від очікуваних.

В інвестиційній діяльності ризик розглядається як можливість виникнення в ході реалізації проекту таких умов, які призведуть до негативних наслідків для всіх або окремих учасників проекту.

При цьому сценарій реалізації проекту, для якого були виконані розрахунки ефективності (тобто поєднання умов, до якого відносяться розрахунки *NPV*, *IRR*, *PI*) розглядається як основний (базисний), а всі інші можливі сценарії – як такі, що викликають ті чи інші відхилення від відповідають базисним сценарієм проектних значень показників ефективності. Наявність або відсутність ризику, пов'язане із здійсненням того чи іншого сценарію, визначається кожним учасником за величиною і знаком відповідних відхилень.

Альтернативною є трактування ризику як можливості будь-яких (позитивних або негативних) відхилень показників від передбачених проектом їх середніх значень. Відповідно до цієї трактуванні, ризик – це подія (можлива небезпека), яке може бути чи не бути. Якщо вона буде, то можливі три види результату:

1. позитивний ( дохід або інша економічна чи неекономічна вигода);
2. негативний (збитки, втрати тощо);
3. нульовий (беззбитковий і неприбутковий).

Ризик має різні прояви і є предметом вивчення широкого кола наукових дисциплін, проте всі вони використовують для аналізу ризику апарат математичних дисциплін (у тому числі теорію ймовірності, математичну статистику, теорію ігор тощо). Математика вивчає ризик як механізм реалізації подій у формі ймовірнісного процесу і дає інструменти його кількісного опису.

Джерелом ризику при реалізації інвестиційного проекту є сам проект або діяльність по його реалізації, що має потенційні наслідки.

Однією з характеристик ризику є *подія ризику*, під яким розуміється виникнення специфічного набору обставин, при яких відбувається явище ризику з певними результатами (наслідками). Стосовно до проектних ризиків ми будемо вивчати переважно негативні наслідки.

Об'єктом ризику є сам інвестиційний проект. У кожній фазі його життєвого циклу виникають власні ризики. У передінвестиційній фазі переважають ризики, пов'язані з помилками в технологічному проектуванні, обґрунтуванні економічної доцільності та фінансової можливості реалізації проекту, в маркетинговій стратегії, фінансування проекту тощо. У інвестиційній фазі виникають ризики, пов'язані з виконанням зобов'язань учасників проекту, перевищенням кошторисної вартості об'єкта, несвоєчасним завершенням будівництва, низькою якістю робіт і об'єкта, конструкційний ризик тощо. У експлуатаційній фазі виникають ризики, пов'язані з недосягненням проектом запланованої потужності, зміною економічної ситуації, в якій реалізується проект, конкурентною боротьбою тощо.

На реалізацію інвестиційних проектів впливають зміни в політичному, соціальному, комерційному та діловому середовищі, зміни в техніці і технології, продуктивності і цінах, стан навколишнього середовища, чинне оподаткування, правові та інші питання. Все це зумовлює наявність в проектах певного ризику.

Фактори ризику:

а) об'єктивні:

- політична обстановка;
- економічна ситуація, інфляція;
- процентна ставка;
- валютний курс;
- митне регулювання тощо;

б) суб'єктивні:

- виробничий потенціал;
- рівень інвестиційного менеджменту;
- організація праці;
- технічна оснащеність тощо.

Завдань, вирішення яких пов'язане з ризиком, дуже багато, тому різноманітні і види ризиків. Їх зміст, кількість та рівень визначаються прийнятою для класифікації ознакою, яка повинна відповідати конкретним цілям кожного інвестиційного проекту та проводитися з позицій системного підходу.

Безліч ситуацій і проблем, що виникають у господарських структурах різного рівня з різними цілями функціонування, породжує прагнення пов'язати кожне джерело невизначеності з окремим видом ризику. Очевидно, що різні точки зору і ступінь деталізації викликають появу великої кількості видів ризиків. Класифікувати їх важко також внаслідок тісного взаємозв'язку і заміщення.

Інвестиційна діяльність включає роботу як з прямими (реальними) інвестиціями, так і з портфельними (фінансовими). У зв'язку з цим систематизація можливих ризиків наводиться для всіх типів інвестицій і видів діяльності.

Можлива класифікація ризиків, заснована на наступному наборі критеріїв:

1) *джерело напруженості* (безпосередньо господарська діяльність, діяльність самого підприємця, неповна інформація про стан зовнішнього середовища);

2) *рівень прийняття рішень* – макроекономічний (глобальний ризик) та мікроекономічний (локальний ризик):

3) *грань банкрутства* (допустимий, критичний та катастрофічний ризику);

4) *тривалість* (короткочасні та постійні);

5) *ступінь правомірності* (виправдані та не виправдані);

6) *можливість страхування* (страхуються та не страхуються);

7) *основні ризики* (політичний, виробничий, комерційний фінансовий, технічний, галузевий, інноваційний).

Крім того, існує ще цілий ряд класифікацій ризиків.

### **1. Класифікація за механізмами виникнення:**

– *виробничий ризик*, обумовлений можливістю невиконання підприємством зобов'язань за контрактом або договором із замовниками;

– *фінансовий ризик (кредитний)*, пов'язаний з можливістю невиконання підприємством своїх фінансових зобов'язань;

– *інвестиційний ризик*, обумовлений можливим знеціненням інвестиційно-фінансового портфеля, що складається як з власних цінних паперів, так і придбаних;

– *ринковий ризик*, пов'язаний з можливими коливаннями ринкових цін, процентних ставок, як національної грошової одиниці, так і зарубіжних курсів валют;

– *інноваційний ризик*, зумовлений розробкою та впровадженням нових технологій, техніки, підвищенням якості продукції тощо.

### **2. Класифікація за динамікою та напрямками впливу:**

– *динамічний ризик*, що виникає ймовірнісним чином, тобто ризик змін вартості основного капіталу з-за непередбачених відхилень від запланованих управлінських рішень або непередбачених змін – коливань у зовнішньому середовищі (ринкових, нормативно-законодавчих тощо). Подібні зміни можуть привести як до втрат, так і до додаткових доходів. Це свого роду «симетричний ризик» з можливостями отримання негативного та непередбаченого позитивного ефекту;

– *статичний*, також виникає ймовірнісним чином ризик втрати реальних активів, але вже внаслідок нанесення невідповідного збитку, непоправних втрат

(у тому числі у зв'язку з недієздатним управлінням). Це «асиметричний ризик», найбільш часто розглядається і приводить тільки до втрат.

Існують компактні і більш докладні класифікації нишпорячи.

Наприклад, окремі автори виділяють:

- 1) зовнішні (екзогенні);
- 2) внутрішні (ендогенні).

**Зовнішні (екзогенні)**- ризики, не пов'язані безпосередньо з діяльністю самого учасника проекту. До них відносяться ризики:

- викликані нестабільним економічним станом в країні,
- пов'язані з нестабільною політичною ситуацією або ж її зміною,
- викликані неадекватним законодавством,
- пов'язані зі зміною природно-кліматичних умов (землетрусом, повінню, іншими стихійними лихами),
- генеруються коливанням ринкової кон'юнктури,
- виникають через зміну валютного курсу,
- продюковані змінами зовнішньоекономічної ситуації (введення обмежень на торгівлю, зміна митних зборів тощо).

**Внутрішні (ендогенні)** – ризики, які пов'язані з діяльністю учасника проекту.

До них відносяться ризики, викликані:

- неповнотою або неточністю інформації при розробці інвестиційного проекту, помилками в проектно-кошторисної документації;
- неадекватним підбором кадрів, низьким рівнем інвестиційного менеджменту;
- помилковою маркетинговою стратегією;
- зміною стратегії підприємства;
- перевитратою коштів;
- виробничо-технічними порушеннями;
- неякісним управлінням проекту;
- погіршенням якості та продуктивності виробництва;
- невиконанням контрактів.

## **2. Методичні підходи до управління ризиками інвестиційного проекту**

Управління ризиками інвестиційного проекту є необхідною складовою частиною всієї системи управління проектами і має бути інтегроване з нею. До принципам управління ризиками інвестиційного проекту належать такі:

1) *обізнаність про ризик*. Даний принцип передбачає, що повинна бути проведена попередня робота по всебічній ідентифікації ризиків проекту, при цьому може бути використана класифікація проектних ризиків по вже здійснених підприємством проектах;

2) *централізований підхід* до управління ризиками проекту, що означає управління ризиками проекту протягом усього його життєвого циклу на постійній основі ризик-менеджером проекту;



3) *розподіл ролей і відповідальності* в управлінні ризиками передбачає, що в цьому процесі беруть участь працівники підприємства, яке реалізує проект, і їх ролі та обов'язки повинні бути закріплені в плані управління ризиками;

4) *принцип розробки бюджету* означає, що повинна бути проведена оцінка вартості заходів, необхідних для управління ризиками, і виділені фінансові ресурси на ці цілі.

Управління проектними ризиками здійснюється в кілька етапів. Розбивка по етапах може бути проведена як за фазами життєвого циклу проекту, так і за змістом процедур та інструментів управління ризиками. Що стосується останнього поділу можна виділити наступні етапи управління ризиками інвестиційного проекту:

- ідентифікація джерел виникнення та типів проектних ризиків;
- оцінка та аналіз виявлених проектних ризиків;
- прийняття управлінського рішення щодо виявленого ризику;
- моніторинг (потенційних, поточних, минулих ризиків);
- ризик-звітність та контроль.

Ідентифікація джерел виникнення та типів проектних ризиків проводиться з метою їх виявлення. Потім складається список ризиків і дається характеристика всіх видів, які можуть вплинути в процесі реалізації проекту в цілому або хід виконання цілей по його стадіях. Крім того, на даному етапі повинен бути складений список ризиків та дана їм характеристика.

Ідентифікація ризиків має вирішальне значення для успіху подальшої роботи з управління ними, оскільки саме вона визначає зміст наступних етапів. Ідентифікація ризиків повинна проводитися регулярно та ґрунтуватися на прогнозуванні й інтерпретації очікуваних ризикових подій.

Оцінка та аналіз виявлених проектних ризиків є другим етапом управління ризиками інвестиційного проекту. Оцінка ризику проводиться з метою аналізу ідентифікованих видів ризику та визначення необхідності подальшої їх обробки.

Процес аналізу ризику служить для встановлення меж і ефективних кордонів ризику, виявлення будь-яких залежностей та визначення ймовірності виникнення і ступеня впливу ризикових подій на цілі проекту.

Невизначеність умов реалізації інвестиційного проекту не є заданою. У міру здійснення проекту учасникам надходить додаткова інформація про умови реалізації, тому раніше існуюча невизначеність знімається.

З урахуванням цього система управління реалізацією інвестиційного проекту повинна передбачати збір та обробку інформації про динамічні умови його реалізації і відповідні коригування проекту, графіків спільних дій учасників, умов договорів між ними.

Для врахування чинників ризику при оцінці ефективності проекту використовується вся наявна інформація про умови його реалізації, у тому числі й та, яку неможливо виразити у формі будь-яких ймовірнісних законів розподілу. При цьому можуть використовуватися такі два види методів:

- методи якісної оцінки ризиків,
- методи кількісної оцінки ризиків.

*Методи якісної оцінки.* Методика якісної оцінки ризиків проекту повинна привести аналітика-дослідника до кількісного результату, до вартісної оцінки виявлених ризиків, їх негативних наслідків і «стабілізаційних» заходів.

Якісний аналіз проектних ризиків проводиться на стадії розробки бізнес-плану, а обов'язкова комплексна експертиза інвестиційного проекту дозволяє підготувати інформацію для аналізу його ризиків.

У якісній оцінці можна виділити наступні методи:

- експертний метод,
- метод аналізу доцільності витрат,
- метод аналогій.

У зарубіжній практиці широкого поширення набув метод *експертних оцінок*, який полягає у використанні досвіду експертів для аналізу і врахування впливу різноманітних чинників ризику.

До переваг експертного методу можна віднести відсутність необхідності у точності та великому обсязі статистичних даних, а також і дорогих програмних продуктів; можливість експертів більш адекватно до реальних умов оцінити чинники ризику з урахуванням майбутніх подій; оперативність та відносна простота розрахунків.

До недоліків використання експертних методів можна віднести труднощі залучення незалежних експертів та врахування суб'єктивності оцінок.

Експертний метод являє собою обробку оцінок експертів за кожним видом ризиків та визначення інтегрального рівня ризику.

Формально процедура експертної оцінки базується на анкетуванні фахівців-експертів, відповіді яких обробляються відповідним чином (на підставі відомих комп'ютерних програм) і видачі результату проведеної експертизи. Якість експертної оцінки у значній мірі залежить від підбору експертів, чому необхідно приділяти особливу увагу. Найважливішою складовою цього методу є розробка анкет, що містять перелік питань, які дозволяють оцінити ризик.

Різновидами експертного методу є:

*Метод Дельфі* – метод, при якому експерти позбавлені можливості обговорювати відповіді спільно, враховувати думку лідера. Цей метод дозволяє підвищувати рівень об'єктивності експертних оцінок.

Позитивні сторони: простота розрахунків, відсутність необхідності в наявності точної інформації і в застосуванні комп'ютерів. Негативні сторони: суб'єктивність оцінок, складність в застосуванні висококваліфікованих експертів.

*Метод аналізу доцільності витрат* орієнтований на виявлення потенційних зон ризику та використовується особою, яка приймає рішення про інвестування коштів, для мінімізації ризику, що загрожує капіталу. Передбачається, що перевитрата коштів може бути викликана одним з чотирьох основних факторів або їх комбінаціями:

- первісна недооцінка вартості проекту в цілому або його окремих фаз і складових;
- зміна кордонів проектування, обумовлена непередбаченими обставинами;

- відмінності у продуктивності (відмінність продуктивності від передбаченої проектом);
- збільшення вартості проекту в порівнянні з початковою внаслідок інфляції або зміни податкового законодавства.

Ці фактори можуть бути деталізовані. На базі типового переліку можна скласти докладний контрольний перелік можливого підвищення витрат за статтями для кожного варіанту проекту або його елементів. Процес затвердження асигнувань розбивається на стадії. Стадії затвердження повинні бути пов'язані з проектними фазами і ґрунтуватися на додатковій інформації про проект, що надходить в міру його розробки. На кожній стадії затвердження, отримавши інформацію про високий ризик, інвестор може прийняти рішення про припинення інвестицій.

Поетапне виділення коштів дозволяє інвестору при перших ознаках того, що ризик вкладень зростає, або припинити фінансування проекту, або ж почати пошук заходів, що забезпечують зниження витрат.

**Метод аналогій** – цей метод передбачає аналіз аналогічних проектів для виявлення потенційного ризику оцінюваного проекту. Найбільш застосовуваний при оцінці ризику повторюваних проектів. Метод аналогій найчастіше використовується у тому випадку, якщо інші методи оцінки ризику неприйнятні, і пов'язаний з використанням бази даних про ризики аналогічних проектів. Важливим явищем при проведенні аналізу проектних ризиків за допомогою методу аналогій є оцінка проектів після їх завершення, що практикується низкою відомих банків, наприклад, Світовим банком. Отримані в результаті таких обстежень дані обробляються для виявлення залежностей в закінчених проектах, це дозволяє виявляти потенційний ризик при реалізації нового інвестиційного проекту.

**Методи кількісної оцінки** передбачає чисельне визначення величини ризику інвестиційного проекту. Вони включають:

- визначення граничного рівня стійкості проекту;
- аналіз чутливості проекту;
- аналіз сценаріїв розвитку проекту;
- імітаційне моделювання ризиків за методом Монте-Карло.

**Аналіз граничного рівня стійкості** проекту передбачає виявлення рівня обсягу продукції, що випускається, при якому виручка дорівнює сумарним витратам виробництва, тобто знаходження беззбиткового рівня («точки беззбитковості»).

Показник беззбиткового рівня виробництва використовується при:

- а) впровадження у виробництво нової продукції;
- б) створенні нового підприємства;
- в) модернізації підприємства.

Показник беззбиткового виробництва визначається:

$$T_{Бз} = \frac{B_{п}}{C_{п} - B_{з}} \quad (9.1)$$

де  $T_{БЗ}$  - точка беззбиткового виробництва;

$V_{П}$  – постійні витрати;

$C_{П}$  – ціна продукції;

$V_{З}$  – змінні витрати.

Проект вважається стійким, якщо  $T_{БЗ} \leq 0,6 / 0,7$  після освоєння проектних потужностей. Якщо  $T_{БЗ} \rightarrow 1$ , то проект має недостатню стійкість до коливань попиту на даному етапі.

**Аналіз чутливості** проекту передбачає визначення зміни ключових показників ефективності проекту в результаті коливання вихідних даних. Він складається з наступних кроків:

- вибір основного ключового показника-параметра, щодо якого і проводиться оцінка чутливості. Ними можуть служити внутрішня норма доходності або чиста теперішня вартість;
- вибір факторів рівня інфляції, стану економіки тощо;
- розрахунку значень ключового показника на різних етапах здійснення проекту: дослідження, проектування, будівництва, монтажу та наладки обладнання, процесу віддачі вкладених коштів. Сформована таким шляхом послідовність витрат і надходжень дає можливість визначити фінансові потоки для кожного відрізка часу і виявити показники ефективності.

Спочатку будуються діаграми, що відображають залежність обраних результуючих показників від величини вихідних параметрів. Співставляючи між собою отримані діаграми, можна визначити ключові показники, які найбільшою мірою впливають на оцінку проекту.

Потім визначаються критичні для проекту значення ключових параметрів. У найпростішому випадку може розраховуватися так звана точка беззбитковості, що виражає мінімально допустимий обсяг виробництва (продажів), при якому проект не приносить прибутку, але ще не є збитковим.

При такому підході послідовно перераховується кожен показник ефективності проекту (наприклад,  $NPV$ ,  $IRR$ ,  $PI$ ) при зміні якоїсь однієї змінної (наприклад, ставки дисконту або обсягу продажів).

Показник чутливості проекту розраховується як відношення процентної зміни показника ефективності до зміни значення змінної на один відсоток.

**Аналіз сценаріїв** розвитку проектів передбачає оцінку впливу одночасного зміни всіх основних параметрів проекту на показники ефективності проекту.

В даному виді аналізу використовуються спеціальні комп'ютерні програми, програмні продукти та імітаційні моделі.

Зазвичай розглядаються три сценарії:

- песимістичний;
- оптимістичний;
- найбільш ймовірний (середній).

Для невеликого числа параметрів (3-5) і можливих сценаріїв (2-3) розвитку проекту можна використовувати метод **дерева рішень**, який наочно представить динаміку реалізації проекту.

Для побудови дерева рішень для аналізу ризику необхідно визначити:

- склад і тривалість стадій реалізації проекту;

- ключові події, що впливають на розвиток проекту (їх формулювання);
- вартість виконання робіт, що зв'язують події між собою;
- ймовірність прийняття рішення (або терміну звершення події прийнятого рішення).

**Заходи зниження ризику інвестиційного проекту.** Після того як виявлені всі ризики в інвестиційному проекті і проведено аналіз, необхідно дати рекомендації щодо зниження ризиків по етапах проекту. Основний принцип дії механізму щодо зниження інвестиційного ризику полягає в комплексності за характером свого впливу та економічної доцільності.

До основних заходів щодо зниження інвестиційного ризику в умовах невизначеності економічного результату відносяться наступні:

1. Перерозподіл ризику між учасниками інвестиційного проекту.
2. Створення резервних фондів (по кожному етапу інвестиційного проекту) на покриття непередбачених витрат.
3. Зниження ризиків при фінансуванні інвестиційного проекту – досягнення позитивного сальдо накопичених грошей на кожному кроці розрахунку.
4. Заставне забезпечення інвестованих коштів.
5. Страхування – передача певних ризиків страхової компанії.
6. Система гарантій - отримання гарантій держави, банку, інвестиційної компанії тощо
7. Отримання додаткової інформації.

### **3. Організація управління інвестиційними ризиками**

Прийняття управлінських рішень у економічній, у тому числі інвестиційній, діяльності в тій чи іншій мірі пов'язане з ризиком, що вимагає знання спеціальних інструментів ризик-менеджменту.

*Ризик-менеджмент* – система управління ризиком на різних рівнях управління підприємством. Вона включає органи управління, очолювані ризик-менеджером; інформаційне та методичне забезпечення; систему розподілу прав, обов'язків, повноважень і відповідальності.

Однак сьогодні основний метод, яким користуються управлінські структури вітчизняних підприємств на практиці, – це досвід та інтуїція.

Ринкові умови диктують необхідність володіння керівниками прийомами та інструментами ризик-менеджменту. В ідеалі для управління всіма видами ризиків на підприємстві повинен бути створено спеціальний підрозділ – відділ (або відділення) з управління ризиком, очолюване так званим ризик-менеджером, який займається виключно проблемами ризику та координує діяльність усіх підрозділів в плані регулювання ризику і забезпечення компенсації можливих втрат і збитків.

Ідеологічна завдання ризик-менеджера та підвідомчого йому підрозділу – розробка стратегії і принципів управління ризиком на підприємстві, які повинні бути викладені у внутрішніх нормативних документах: положенні з управління ризиком, керівництві з управління ризиком. Перший містить результати аналізу

ризиків і виклад ключових моментів управлінської стратегії підприємства в галузі діяльності підприємства. У ньому може бути зроблений акцент на зниження рівня можливих ризиків аварій; створення спеціальних резервних фондів для компенсації можливих збитків або системи страхування. Цей документ висвітлює філософію підприємства по відношенню до управління ризиком. У ньому має бути вказано розподіл повноважень і відповідальності між різними структурними одиницями за певні аспекти управління ризиком.

Керівництво з управління ризиком – це документ, який визначає конкретні дії. У ньому повинні міститися вказівки на те, яким чином буде вирішуватися кожна конкретна задача управління ризиком, а також відповіді на наступні питання: хто оцінює можливі втрати, хто і як визначає умови страхування, що робити, якщо відбулася подія, що призвела до втрат, як зменшити збитки. У документ слід включити всю інформацію, пов'язану з ризиками. У ньому встановлюється чітка відповідальність всіх підрозділів та служб підприємства, визначається їх взаємодія. Окремі розділи повинні містити виклад основних підходів до страхування, опис дій при пожежах, вибухах, виробничих травмах тощо.

На невеликих підприємствах доцільно управління ризиками покласти на службу маркетингу, оскільки саме тут збирається велика частина інформації про стан зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства, тобто оптимальність такого припущення базується на близькості до необхідної інформації. Однак для проведення спеціальних розрахунків (кількісної оцінки ризиків) і прийняття відповідних рішень по адаптації до ризиків, які потребують особливих знань, ця функція має покладатися на окрему особу. Зі збільшенням розмірів підприємства, коли зростає і обсяг інформації, і число взаємозв'язків, необхідним стає створення цілого структурного підрозділу, відповідального за управління ризиками. При цьому необхідно пов'язати структуру служби управління ризиками з організаційною структурою управління, яка існує на підприємстві.

Менеджмент ризику вимагає спеціальних знань в певних ключових сферах, є однією з функцій всередині підприємства, пересічної з усіма іншими сферами його діяльності – фінансами, виробництвом, маркетингом, матеріально-технічним постачанням, дослідженнями і науковими розробками тощо. Безумовно, можна припустити, що кожен з функціональних підрозділів може самостійно здійснити управління ризиками в своїй сфері діяльності. Однак практично завжди фактори ризику з різних областей є взаємопов'язаними, що обумовлює необхідність введення спеціалізованого підрозділу, здатного збирати, обробляти і координувати всю інформацію та приймати відповідні рішення. Більш того, ні один окремо взятий функціональний підрозділ не може керувати глобальними ризиками,

При побудові системи управління інвестиційними ризиками на підприємстві необхідно використовувати можливості вже діючої системи управління з дотриманням деяких принципів.

1. *Єдність цілей*, служба управління ризиками повинна сприяти досягненню загальних цілей підприємства. Цей принцип має особливе значення, так як реалізація заходів з управління ризиками часто суперечить діяльності основних виробничих та управлінських підрозділів підприємства, оскільки

вимагає додаткових витрат або «заморожування» частини капіталу при створенні страхових резервів.

2. *Простота і чіткість побудови організаційної структури*, що сприяє більш легкому пристосуванню до неї персоналу підприємства а, отже, активної участі в реалізації його цілей.

3. *Ефективна система зв'язків* між підрозділами, що забезпечує чітку і оперативну передачу інформації.

4. *Гнучкість і пристосованість* служби управління ризиками до змін факторів зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства.

Забезпечити управління ризиками можна шляхом розробки нової структури організації, в яку повинні бути включені збір інформації з керованого параметру (ризик), порівняння існуючого його значення з необхідним та розробкою відповідного управлінського впливу. Ця структура повинна бути сформована з уже існуючих в колишній системі управління структурних елементів, без порушення зв'язків між ними та підпорядкованості, а також за умови обов'язкового збереження працездатності контурів управління, що діяли раніше.

Інформаційне забезпечення системи управління ризиками підтримується групою банку нормативної, довідкової, методичної, оперативної та архівної інформації.

Ядром підрозділу управління ризиками є служба координації, яка здійснює планування і організацію всієї роботи. Служба координації вирішує наступний комплекс завдань:

- підтримання взаємозв'язку з керівництвом підприємства та іншими підсистемами управління;
- встановлення періодичності проведення робіт з контролю ризиків;
- визначення складу робіт чергового циклу контролю і управління;
- організація взаємодії виконавчих та інформаційних груп.

Встановлення прийнятного рівня ризику є прерогативою керівництва підприємства або керівника відповідної підсистеми, яка приймає ризикове рішення. Роль блоку координації в цьому випадку зводиться до забезпечення контролю і дотримання встановлених значень прийнятного рівня ризику. Керівництву належить ключова роль у вирішенні проблем управління ризиками, так як воно затверджує програми заходів щодо зниження ризиків, приймає рішення про початок їх реалізації в критичних ситуаціях, розробляє антиризикові програми тощо.

### **Питання для самоконтролю**

1. Охарактеризуйте поняття невизначеності.
2. Дайте визначення ризику.
3. Систематизуйте ризики за різними ознаками.
4. Перелічіть основні методи оцінки ризиків.
5. Назвіть показники, що дозволяють кількісно визначити можливість настання того чи іншого ризикового події.

6. У чому сутність управлінського механізму захисту від ризику інвестиційних вирішенні?
7. Назвіть організаційні методи регулювання ризику.
8. У чому суть методу передачі ризику?
9. Охарактеризуйте етапи роботи по зниженню інвестиційного ризику.

### Тестові завдання

- 1. Підрядний спосіб реалізації проекту полягає у:**
  - а) виконанні всіх робіт по реалізації проекту власним будівельно-монтажним підрозділом;
  - б) залученні сторонніх організацій для виконання науково-дослідних, дослідно-конструкторських та будівельно-монтажних робіт;**
  - в) експлуатації інвестиційного об'єкту іншими організаціями;
  - г) передачі повного управління проектом генпідрядній організації.
  
- 2. До форм підрядного способу виконання будівельно-монтажних робіт не включають:**
  - а) дільничний підряд;
  - б) потоковий підряд;
  - в) поетапний підряд;**
  - г) наскрізний підряд.
  
- 3. Великі інвестиційні проекти переважно виконуються:**
  - а) підрядним способом;**
  - б) господарським способом;
  - в) функціональним способом;
  - г) лінійним способом.
  
- 4. Підрядником на виконання будівельно-монтажних робіт не може бути:**
  - а) фізичної особи;
  - б) фірми-посередники;
  - в) проектно-технологічні організації;
  - г) органи місцевого самоврядування.**
  
- 5. Господарський спосіб виконання будівельно-монтажних робіт не передбачає участі у реалізації інвестиційного проекту:**
  - а) інвестора;
  - б) фірми-посередники;**
  - в) забудовника;
  - г) розпорядника коштів на фінансування інвестиційного проекту.
  
- 6. Календарний план реалізації інвестиційного проекту це:**



- а) частина бізнес-плану, необхідна для отримання зовнішнього фінансування інвестиційних проектів підприємства;
- б) розділ стратегічного плану підприємства;
- в) форма техніко-економічного обґрунтування проекту;
- г) одна з форм оперативного плану інвестиційної діяльності підприємства, що відображає обсяги, терміни та виконавців окремих видів робіт, пов'язаних з його здійсненням.**

**7. Принцип формування резерву календарного плану інвестиційного проекту передбачає:**

- а) визначення гранично допустимого розміру порушення строків окремих включених у нього робіт;**
- б) встановлення лімітів витрачання максимального обсягу інвестиційних ресурсів на всіх етапах життєвого циклу інвестиційного проекту;
- в) розподіл матеріально-технічних між етапами та видами робіт з визначенням 5-7 відсоткового резерву на непередбачені витрати;
- г) створення спеціального страхового фонду для ліквідації можливих наслідків непередбачених подій.

**8. Принцип функціональної диференціації календарного плану інвестиційного проекту полягає у:**

- а) плануванні послідовності та термінів виконання окремих видів робіт;
- б) плануванні розподілу окремих видів робіт між підрядниками та постачальниками;
- в) розробленні капітального бюджету та побудові системи контролінгу реалізації проекту;
- г) плануванні термінів виконання окремих видів робіт за окремими функціональними блоками.**

**9. При розробці календарного плану реалізації інвестиційного проекту до матеріально-технічного забезпечення проекту належать:**

- а) планування відповідальності та розподілу ризиків;
- б) визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах;
- в) складання цінових пропозицій постачальникам та списку потенційних постачальників;**
- г) функціональна диференціація календарного плану.

**10. Управління реалізацією інвестиційного проекту включає етапи:**

- а) розроблення календарного плану реалізації проекту;
- б) розроблення капітального бюджету;
- в) у побудову системи контролінгу реалізації проекту;
- г) усі відповіді вірні.**

**11. Підготовка проекту до реалізації у календарному плані проекту включає:**

- а) підготовку земельної ділянки під будівництво;

- б) підготовку та укладення контракту з підрядними організаціями;**
- в) підведення інженерних комунікацій до будівельного майданчику;
- г) усі відповіді вірні.

**12. Рекомендований резерв календарного плану (у % до всієї тривалості проекту) повинен складати не більше:**

- а) 3-5%;
- б) 6-8%;
- в) 10-12 %.**
- г) 15-20%;

**13. Надійність учасника інвестиційного проекту в основному залежить від:**

- а) календарного графіка реалізації інвестиційного проекту;
- б) величини економічних вигод, які він отримує внаслідок участі в проекті;
- в) його організаційно-правових (договірних) зобов'язань перед іншими учасниками проекту;
- г) кваліфікаційного складу команди проекту.**

**14. Організаційно-економічний механізм реалізації проекту формується:**

- а) після виконання будівельно-монтажних робіт;
- б) між етапами ініціювання проекту і здійснення техніко-економічного обґрунтування;
- в) перед етапом виконання будівельно-монтажних робіт;**
- г) до прийняття рішення про реалізацію проекту.

**15. Основними причинами, які можуть спричинити «вихід» окремих інвестиційних проектів з інвестиційної програми, є:**

- а) значний приріст ставки процента за кредит у зв'язку зі зміною кон'юнктури фінансового ринку;
- б) значне збільшення тривалості будівництва;
- в) недостатньо обґрунтований підбір підрядника (субпідрядників) для реалізації проекту;
- г) усі відповіді вірні.**

**16. Основними формами виходу окремих інвестиційних проектів із інвестиційної програми підприємства можуть бути:**

- а) коригування календарного плану робіт;
- б) продаж частково реалізованого інвестиційного проекту у формі об'єкта незавершеного будівництва;**
- в) акціонування інвестиційного проекту на будь-якій стадії його реалізації із збереженням контрольного пакету акцій у ньому;
- г) усі відповіді правильні.

**17. Принцип планування відповідальності і розподілення ризиків інвестиційного проекту полягає у:**

а) зовнішньому страхуванні ризиків;  
б) створенні внутрішніх фондів та резервів на випадок непередбачених подій;

**в) покладанні відповідальності виконання і ризиків невиконання окремих робіт на конкретних учасників інвестиційного проекту;**

г) усі відповіді вірні.

**18. Капітальний бюджет реалізації інвестиційного проекту – це:**

а) кошторис доходів і витрат, пов'язаних з реалізацією інвестиційного проекту;

б) форма оперативного плану інвестиційної діяльності підприємства, що відбиває об'єми, терміни і виконавців окремих видів робіт, пов'язаних з його здійсненням;

в) форма техніко-економічного обґрунтування проекту;

**г) форма оперативного плану інвестиційної діяльності підприємства, що відбиває об'єми, терміни і джерела фінансування окремих видів робіт, пов'язаних з його здійсненням.**

**19. Маркетинговий моніторинг інвестиційних проектів проводиться з метою:**

**а) своєчасного забезпечення будівництва матеріально-технічними ресурсами;**

б) пошуку (вибору) узагальнюючих параметрів та обмежень інвестиційних рішень стосовно всієї інвестиційної політики підприємства;

в) безперервного аналізу стану і динаміки інвестиційного ринку та окремих секторів;

г) забезпечення відповідності об'ємно-планувальних і конструктивних рішень проекту вимогам державних будівельних норм та технічних умов.

**20. Ризик інвестиційного проекту – це:**

а) ймовірність того, що проект буде реалізовано;

б) очікуване значення NPV проекту;

**в) міра невизначеності одержання очікуваного рівня доходності при реалізації даного проекту;**

г) міра очікуваного рівня доходності даного проекту.

## Тема 10

# Управління портфелем фінансових інвестицій підприємства

1. Сутність та якісні характеристики інвестиційного портфелю
2. Принципи та етапи формування інвестиційного портфеля
3. Оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів
4. Управління портфелем фінансових інвестицій

### 1. Сутність та якісні характеристики інвестиційного портфелю

Кожен з об'єктів інвестиційної діяльності підприємства має специфічні інвестиційні якості, які проявляються в індивідуальних показниках прибутковості, ризику та ліквідності. Не завжди рівень та динаміка цих показників відповідає поточним та стратегічним завданням інвестора. Тому з'являється необхідність пошуку та підбору такого набору об'єктів інвестування, поєднання властивостей яких забезпечує досягнення бажаних цілей та економічних інтересів підприємства, а також відкриває для нього нові інвестиційні можливості. Такий набір об'єктів інвестування називають інвестиційним портфелем.

**Інвестиційний портфель** – це цілеспрямовано сформована за встановленими інвестором якісними та кількісними параметрами сукупність об'єктів інвестування, які виступають єдиним об'єктом управління та забезпечують реалізацію його інвестиційних стратегічних цілей і поточних завдань інвестиційної діяльності.

В якості основної мети формування інвестиційного портфеля називають забезпечення доходності, надійності та ліквідності інвестицій. При цьому в залежності від особливостей інвестиційної політики інвестора та конкретних умов його діяльності формується система специфічних цілей (рис. 10.1).

Представлені на рис. 10.1 цілі з однієї сторони тісно взаємопов'язані, а з іншої – до певної міри конкурують між собою. Тому досить часто перед інвестором існує проблема вибору серед альтернативних цілей формування інвестиційного портфелю. Для її вирішення можна використовувати такі методи:

- встановлення критеріальних граничних значень по кожній з визначених цілей;
- вибір у короткостроковому періоді однієї пріоритетної цілі;
- підбір такого поєднання об'єктів інвестування, щоб отримати достатній сукупний дохід портфелю при прийнятному рівні його консолідованого ризику.

Наявність різноманітних видів об'єктів інвестування, специфічності стратегічних та поточних цілей інвесторів, широка варіація умов ведення економічної діяльності підприємствами сформували широкий спектр класифікаційних схем інвестиційних портфелів.

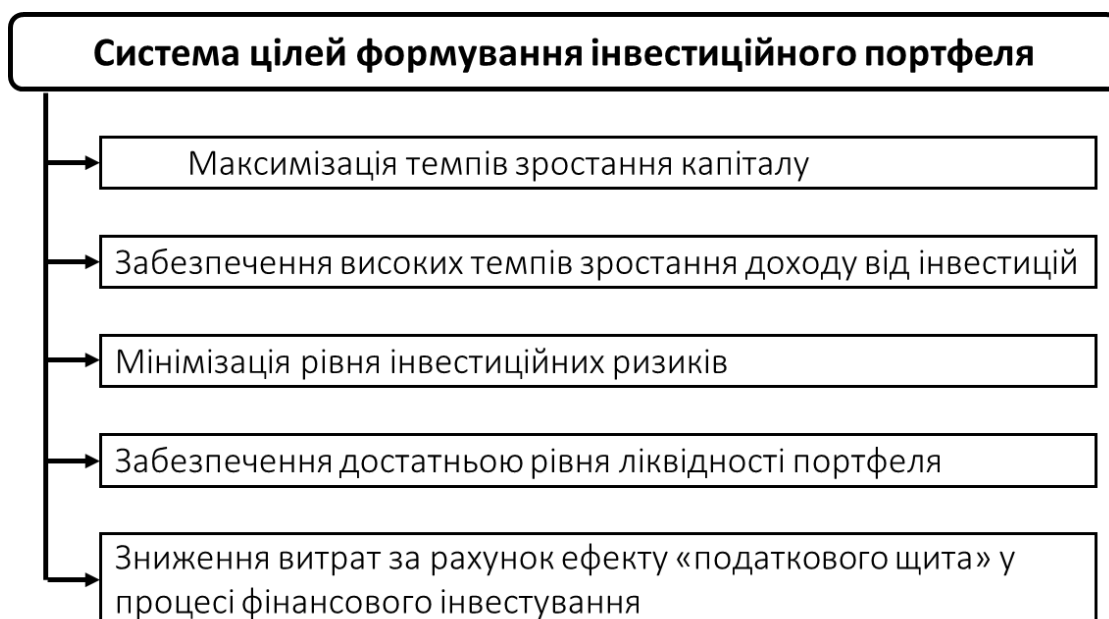


Рис. 10.1. Система цілей формування інвестиційного портфеля

Під типом інвестиційного портфеля розуміється узагальнена характеристика сукупності об'єктів інвестування з точки зору завдань, для вирішення яких вони зосереджені в портфелі, або видів об'єктів, що входять у портфель.

Класифікація типів портфелів, найбільш поширених серед вітчизняних інвесторів, наведена на рис. 10.2.

Класифікація інвестиційних портфелів за видами об'єктів інвестування, перш за все, пов'язана з обсягами та спеціалізацією операційної діяльності підприємства. Підприємства, які здійснюють свої економічну діяльність у виробничій сфері найбільшу перевагу надають формуванню портфеля реальних інвестиційних проектів. І лише у випадку наявності значного обсягу вільних грошових коштів вони можуть включати до своїх інвестиційних портфелів також і фондові інструменти. Інвестиційний портфель інституціональних інвесторів в силу специфіки їх основної діяльності та певних законодавчих обмежень складається переважно з фінансових активів.

Наявність певних уподобань у виборі того чи іншого типу самостійного інвестиційного портфелю не означає, що підприємства не можуть формувати змішаних портфелів, до складу яких включають різні види об'єктів інвестування, а управління ними здійснюється з використанням спеціальних інструментів та методів. Разом з тим, критеріями відбору для включення до спеціалізованих інвестиційних портфелі можуть бути не лише тип об'єктів інвестування, а й такі характеристики як галузева чи регіональної приналежності, тривалість термінів інвестування в об'єкти, видам та рівні інвестиційних ризиків тощо.

Оскільки підбір об'єктів для включення об'єктів до складу інвестиційного портфеля здійснюється відповідно до уподобань інвестора, то існує зв'язок між типом інвестора та типом портфеля. Консервативний інвестор надаватиме перевагу надійному, але низькодохідному портфель, помірний інвестор –

диверсифікованому портфель, а агресивний інвестор – високодохідному, але ризикованому портфелю.

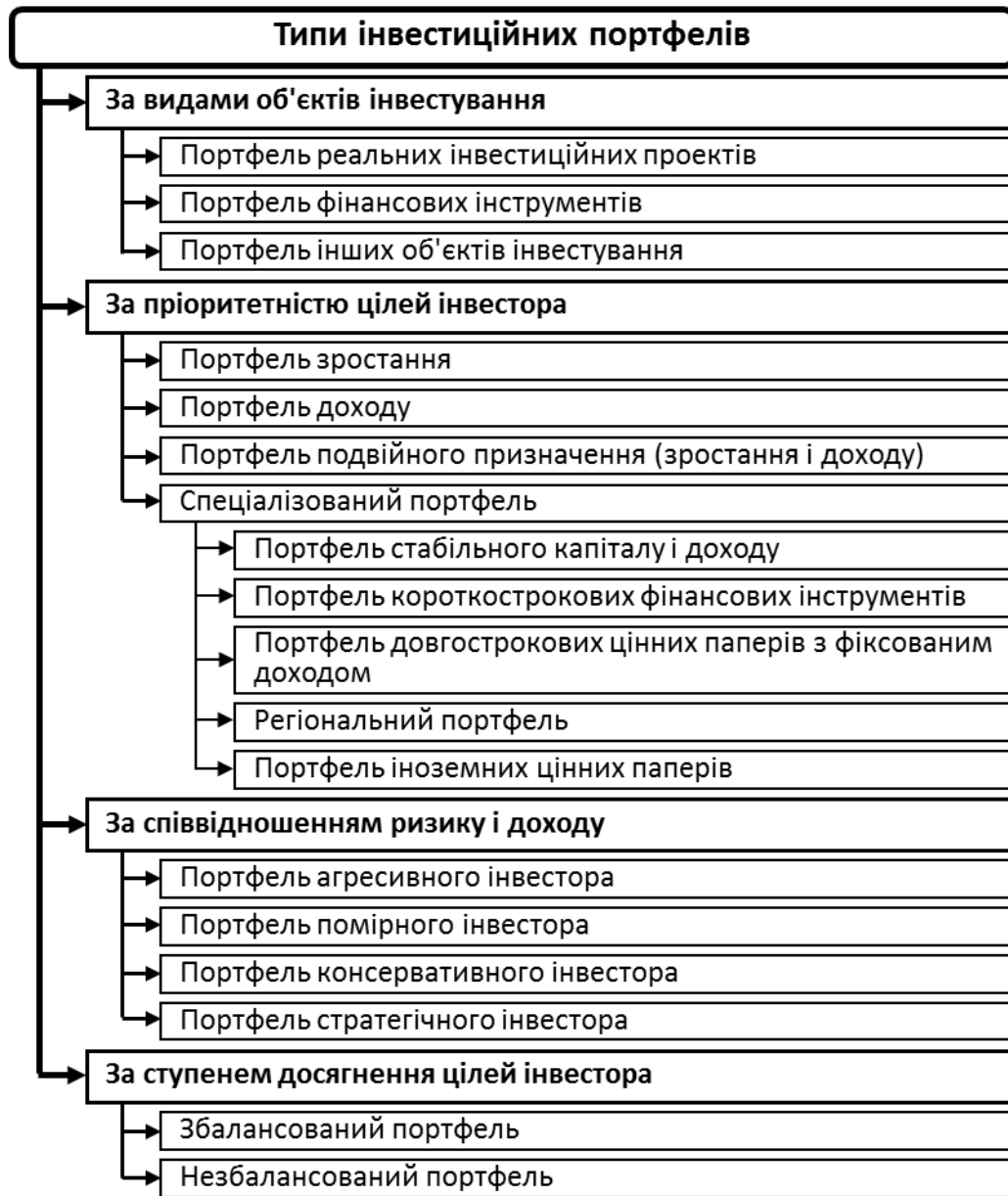


Рис. 10.2. Класифікація типів інвестиційних портфель

Таким чином, кожному виду інвестиційних портфельів властива своя структура включених до нього об'єктів інвестування, яка відображає певне поєднання економічних інтересів та уподобань інвестора. Незважаючи на різноманітність складових інвестиційного портфеля, він є цілісним об'єктом управління.

## 2. Принципи та етапи формування інвестиційного портфеля

Практичне формування інвестиційного портфеля здійснюється на основі розробленої підприємством інвестиційної стратегії, визначених основних цілі інвестиційної політики, оцінки інвестиційного клімату, стану та динаміки кон'юнктури інвестиційного ринку в цілому та в окремих його сегментах. При цьому критеріями відбору виступають цільові пріоритети формування інвестиційного портфеля.

На початковому етапі формування інвестиційного портфеля необхідно визначити два ключові параметри, які мають значний вплив на управління портфелем у подальшому:

- встановити тип портфеля, тобто визначити його цільову спрямованість: на отримання високого інвестиційного доходу у короткостроковому періоді чи на отримання капіталу та приріст курсової вартості фінансових інструментів;
- визначити прийнятний компроміс у співвідношенні рівнів дохідності та ризику фінансових інструментів з урахуванням фундаментального принципу фінансового інвестування: чим вищий потенційний ризик характерний для оцінюваного об'єкта інвестування, тим вищий потенційний дохід він повинен забезпечувати інвестору.

У загальному випадку інвестор повинен намагатися сформувати збалансований портфель, в якому у бажаної пропорції поєднуються всі основні цілі портфельного інвестування що забезпечують реалізацію основних завдань його інвестиційної політики. Для реалізації цього завдання теорією портфельного інвестування розроблені основні принципи формування інвестиційного портфеля, дотримання яких забезпечує отримання позитивного результату. Основні з них такі.

*Принцип забезпечення реалізації інвестиційної стратегії.* Формування інвестиційного портфеля має відповідати цілям інвестиційної стратегії підприємства та забезпечуючи спадкоємність довгострокового, середньострокового та поточного планування його інвестиційної діяльності.

*Принцип забезпечення відповідності обсягів та структури портфеля обсягам та структурі джерел його формування.* На основі реалізації цього принципу забезпечується фінансова стійкості інвестора та прийнятний рівень ліквідності його балансу.

*Принцип оптимізації співвідношення дохідності та ризику інвестицій,* який забезпечує уникнення суттєвих фінансових втрат та збитків. Він має на увазі включення до складу інвестиційного портфеля різноманітних фінансових активів, у тому числі й альтернативних інвестицій для підвищення надійності, дохідності та зниження рівня інвестиційного ризику на основі їх диверсифікації.

*Оптимізація співвідношення параметрів дохідності та ліквідності інвестицій* для забезпечення збереження інвестованих ресурсів, фінансової стійкості та платоспроможності інвестора.

*Забезпечення керованості інвестиційним портфелем,* яка передбачає обмеження числа та складності інвестицій відповідно до можливостей інвестора з оперативного контролю та моніторингу ключових параметрів інвестиційного портфелю (дохідності, ризику, ліквідності) та, у випадку необхідності, своєчасної його диверсифікації.

Формування інвестиційного портфеля з урахуванням зазначених принципів має відповідати певній логічній послідовності.

*На першому етапі* інвестор повинен ідентифікувати головну мету формування інвестиційного портфеля. Як правило, ця мета передбачає забезпечення реалізації основної мети та завдань інвестиційної стратегії підприємства шляхом комбінування найбільш дохідних та безпечних об'єктів інвестування. Затим головна мета конкретизується у розрізі ключових цільових напрямків формування портфеля. Важливе значення у складі цього етапу має визначення системи пріоритетів та їх ранжування. До таких пріоритетів можуть включатися прийнятний рівень інвестиційних ризиків, мінімальні розміри прогнозованих доходів та прибутку, темпи зростання капіталу інвестора, допустимі відхилення фактичних результатів від запланованих. Все це визначає тип інвестиційного портфеля. Вибір цільових орієнтирів та пріоритетів здійснюється з урахуванням сучасного стану та прогнозованої динаміки основних параметрів інвестиційного клімату та кон'юнктури тих сегментів інвестиційного ринку, на яких планується майбутня діяльність інвестора.

*Другий етап* формування інвестиційного портфеля рекомендується присвятити проведенню попереднього аналізу реальних ресурсних можливостей інвестора, оцінці інвестиційної привабливості зовнішнього економічного середовища, визначення допустимого рівня ризику у контексті доходності та ліквідності балансу інвестора. За результатами цього аналізу визначаються основні кількісні параметри та якісні характеристики інвестиційного портфеля, проводиться оптимізація співвідношення між різними видами інвестиційних активів у рамках всього портфеля з урахуванням можливостей щодо формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів за рахунок доступних інвестору джерел. У зв'язку з цим на цьому етапі передбачається розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів.

*Третій етап* передбачає селекцію з наявних альтернатив конкретних проектів, видів цінних паперів, інших фінансових інструментів, сукупність яких повною мірою відповідає бажаним параметрам інвестиційного портфеля. При цьому проводиться порівняльна оцінка інвестиційних якостей кожного об'єкта інвестування з використанням методів їх ранжирування та остаточного відбору.

*Четвертий етап* включає постійний моніторинг ефективності інвестиційного портфеля, необхідність проведення якого обумовлена висковою варіативністю та динамічністю зміни економічних умов господарювання, інвестиційної привабливості включених до портфеля фінансових інструментів, цілей та пріоритетів підприємства на окремих етапах його життєвого циклу. Моніторинг передбачає оцінку рівнів його доходності, ризику та ліквідності в цілому, проведення у разі потреби диверсифікації інвестування та остаточну оптимізацію структури портфеля.

Отже, основними критеріями включення окремих інструментів до інвестиційного портфеля є співвідношення доходності, ризику та ліквідності об'єктів інвестування.

У подальшому здійснюється процес управління сформованим інвестиційним портфелем. При несприятливих змінах ключових параметрів доходності та ризику окремих інструментів портфеля інвестор може змінювати



його обсяг та структуру шляхом продажу та придбання інших фінансових інструментів. У процесі управління портфелем інвестор повинен бути готовий до прийняття своєчасного рішення про вихід з неефективних проектів та продажу окремих фінансових інструментів, а також про реінвестування вивільненого капіталу.

У теорії портфельного інвестування загальний підхід до розгляду та вибору об'єктів інвестування фінансових ресурсів передбачає оцінку сфери (галузі) діяльності об'єкта, аналіз його якісних та кількісних характеристик, вибір способу фінансування, розробку схеми розподілу ризиків тощо. Важливим завданням є виявлення та врахування факторів, що впливають на вибір конкретного об'єкта інвестування.

*До основних факторів, які впливають на формування портфеля фінансових інструментів, можна віднести:*

- цільові пріоритети інвестування, які впливають на вибір типу портфеля;
- ступінь диверсифікації портфеля фінансових інструментів;
- можливість забезпечити необхідну ліквідність доступними фінансовими активами;
- рівень та динаміка процентних ставок;
- рівень оподаткування доходів та операцій за різними фінансовими інструментами;
- наявність податкових та інших фінансових пільг.

### **3. Оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів**

Одним з найбільш складних етапів формування інвестиційного портфеля є підбір конкретних об'єктів інвестування на основі оцінки їх інвестиційних якостей. Інвестиційні якості об'єктів інвестування виступають визначальним фактором при прийнятті рішення про включення об'єкта у портфель або про відмову від нього.

Оцінка інвестиційних якостей об'єктів інвестування передбачає наявність альтернативних варіантів вкладення інвестиційних ресурсів. З урахуванням цього процес селекції інвестиційних об'єктів при їх відборі для включення до інвестиційного портфеля передбачає наступні етапи:

- оцінку кожного з альтернативних інвестиційних об'єктів за допомогою показників ефективності на відповідність їх критеріям прийнятності;
- порівняльну оцінку об'єктів між собою та їх ранжування за встановленими критеріями пріоритетності;
- вибір набору інвестиційних об'єктів, які забезпечують інвестору бажане співвідношення ефективності, ризику та ліквідності.

Фондовий та фінансовий ринки в Україні мають порівняно коротку історію. Їх формування та розвиток пов'язані з ринковою трансформацією економіки, тому знаходились під впливом негативних факторів, пов'язаних з цим процесом. Серед них основними джерелами формування проблем є загальна економічна нестабільність, економічні деформації у процесі приватизації,

низький рівень капіталізації виробничої та банківської сфер, довготривалі інфляційні процеси, низький інвестиційний потенціал та недовіра населення до інститутів вітчизняної фінансової системи, питання платоспроможності та фінансової стійкості багатьох вітчизняних підприємств виробничої сфер тощо.

У зв'язку з цим положення та рекомендації сучасної портфельної теорії при визначенні засадничих принципів формування портфеля фінансових інструментів вітчизняними інвесторами використовуються лише в частині тих аспектів, які можуть бути адаптовані до вітчизняної економічної практики. При цьому необхідно враховувати специфічні форми прояву різних факторів, що впливають на вибір фондових цінностей для портфельного інвестування.

Фінансові інструменти, які обертаються на фондовому ринку, оцінюються за їх інвестиційними якостями. Розглянемо основні фактори, що впливають на прийняття рішень щодо формування портфеля цінних паперів.

*Цільові пріоритети фінансового інвестування.* Вони визначають вибір конкретного типу портфеля цінних паперів, або вибір співвідношення ризику, доходу та ліквідності фондових інструментів. Тобто, інвестор надаватиме перевагу тим видам цінних паперів, інвестиційні якості яких найбільш адекватні властивостям найкращого з його точки зору типу інвестиційного портфеля.

Умови роботи на українському фондовому ринку обмежують число різновидів портфелів фінансових інвестицій та їх специфіку, що викликано насамперед обмеженістю числа інвестиційно привабливих фінансових інструментів, домінуванням на фондовому ринку державних цінних паперів та банківських інституцій у якості ключових операторів, нестабільністю ринкової кон'юнктури, різкими змінами котирувань цінних паперів, високими ризиками, спекулятивним настроєм більшості учасників ринку.

*Співвідношення безпеки та доходності фінансових інвестицій.* У даному контексті безпека розглядається як стабільність доходів та захищеність вкладень інвестиційних ресурсів в умовах швидкої зміни основних параметрів кон'юнктури інвестиційного ринку. Рівень доходності фінансових інвестицій багато в чому визначається способами отримання доходів по них. Так, акція може приносити дохід у вигляді різниці її курсової вартості на момент продажу та покупки, а також дивіденди. Облігація – у вигляді фіксованого процентного платежу, дисконтного доходу, виграшу. Але, по суті, жоден вид або тип цінних паперів не може задовольнити інвестора за усіма його ключовими параметрами. Кожен фінансовий інструмент має свої переваги та недоліки, а тому в більшій чи меншій мірі відповідає запитам та економічним інтересам інвестора. У цьому контексті важливе значення має порівняльна характеристика інвестиційних якостей окремих видів фінансових інструментів, а також відповідність цих якостей цілям інвесторів (табл. 10.1).

Доходність фінансових інструментів визначається величиною доходу та зростанням курсової вартості у порівнянні з величиною інвестованих коштів. Тобто ефективність інвестицій у фінансові інструменти оцінюється шляхом співставлення ефекту або доходу від інвестицій з величиною ресурсів, витрачених на його отримання.

Купуючи цінні папери, інвестор розраховує на отримання доходу в майбутньому. Ця обставина вимагає врахування зміни вартості грошей у часі.

Тому при співставленні сум витрат та доходів заплановані надходження від інвестицій повинні бути приведені до теперішнього часу за допомогою методу дисконтування.

Таблиця 10.1

Порівняльний аналіз акцій та облігацій щодо відповідності цілям інвестора

Вид цінних паперів	Мета інвестора		
	безпека	дохідність	ріст
Облігації			
Короткострокові	Найбільш високий рівень	Найбільш стійка дохідність	Найповільніше зростання
Довгострокові	Менш високим рівень, ніж у короткострокових облігацій, але вище ніж у акції	Досить стійка дохідність	Залежно від конкретного виду
Акції			
Привілейовані	Хороший рівень	Досить стійка дохідність	Залежить від конкретного емітента
Звичайні	Низький рівень	Дохідність варіює у широкому діапазоні	Найбільш швидке зростання

У загальному випадку ефективність фінансових інвестицій може бути представлена наступною математичною формулою:

$$E_{\Phi I} = \frac{P_{\Phi I} - I_0}{I_0} = \frac{D_0}{I_0} \quad (10.1)$$

де  $E_{\Phi I}$  – ефективність фінансових інвестицій;

$P_{\Phi I}$  – майбутня вартість фінансового інструменту, приведена до поточного моменту часу;

$I_0$  – сума коштів, інвестована у фінансові інструменти;

$D_0$  – очікуваний чистий дохід від фінансових інвестицій.

На величину майбутньої вартості фінансового інструменту впливають два основних фактори.

1. Рівень відсоткової ставки або норми дисконту, що використовується в операції дисконтуванні. При визначенні норми дисконту, що відповідає конкретному об'єкту фінансового інвестування, до уваги приймають середньозважену вартість джерел формування інвестиційних ресурсів, прогнозовані тим інфляції, величину премії за інвестиційний ризик, адекватну даному фінансовому інструменту. Як уже зазначалося раніше, у практиці інвестиційного менеджменту зарубіжних підприємств для визначення норми дисконту використовується цінова модель капітальних активів. В умовах українського фондового ринку з метою розрахунку норми дисконту доцільніше визначати середньозважену вартість джерел формування інвестиційних ресурсів. Це обумовлено як труднощами встановлення еквівалента чи еталона безризикових інвестицій на вітчизняному фондовому ринку, так і складових

премії за ризик. Тому показник середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів краще відображає фінансові можливості інвестора.

2. *Величина грошового потоку від інвестиції у фінансові інструменти.* При формуванні грошових потоків від вкладень у різні фінансові інструменти необхідно окремо виділяти цінні папери по їх типу та виду, оскільки вони генерують дохід різними способами. Так, за борговими цінними паперами (облігаціями) дохід формується з їх вартості на момент погашення та виплат встановлених процентних доходів по них. Можуть бути різні варіанти виплати процентних доходів за борговими фінансовими інструментами: без виплати відсотків, виплати відбуваються періодично, виплачується вся сума відсотків при погашенні цінних паперів тощо.

По акціях акціонерних товариств дохід залежить від тривалості періоду, протягом якого цінні папери будуть перебувати у портфелі інвестора. Якщо цей термін не визначений або необмежений, то дохід по акції складається з сум нарахованих дивідендів. Якщо ж інвестор планує реалізувати цей вид акцій через певний проміжок часу, то крім дивідендів він отримає дохід у вигляді курсової різниці. По акціях, як за простими, так і за привілейованими, формування дивідендного доходу залежить від дивідендної політики емітента та умов обігу на ринку конкретних видів акцій. Тому грошові потоки від дивідендів по акціях можуть носити непостійний характер.

У зв'язку з різноманітністю способів формування очікуваного доходу за фінансовими інструментами виділяють наступні моделі оцінки теперішньої вартості фінансових активів (табл. 10.2).

Таблиця 10.2

## Моделі оцінки фінансових інструментів

	Акції	Облігації	
Зі стабільним рівнем дивідендів	$PV_A = \frac{D}{r} \quad (10.2)$	Без виплати відсотків	$PV_O = \frac{N_o}{(1+r)^n} \quad (10.5)$
З постійно зростаючим рівнем дивідендів	$PV_A = \frac{DP(1+f)}{r} \times r - f \quad (10.3)$	З періодичною виплатою відсотків	$PV_O = \sum_{t=1}^n \frac{P_o}{(1+r)^t} + \frac{N_o}{(1+r)^n} \quad (10.6)$
З непостійним рівнем дивідендів	$PV_A = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (10.4)$	З виплатою всієї суми відсотків при погашенні	$PV_O = \frac{N_o + P_t}{(1+r)^n} \quad (10.7)$

## Позначення у формулах

<p><math>PV_A</math> – поточна вартість акції;  <math>r</math> – норма поточної дохідності акції;  <math>D_P</math> – сума останнього сплаченого дивіденду;  <math>D_t</math> – сума дивідендів в періоді <math>t</math>;  <math>f</math> – темп зростання дивідендів.</p>	<p><math>PV_O</math> – поточна вартість облигації;  <math>N_O</math> – номінал облигації;  <math>r</math> – норма поточної дохідності облигації;  <math>P_O</math> – сума відсотка по облигації;  <math>P_t</math> – сума відсотків по облигації при погашенні  <math>n</math> – число років (інших періодів), що залишаються до погашення облигації.</p>
--	---

Ефективність інвестицій в цінні папери визначається нормою доходу, отримання якого забезпечується даним фінансовим інструментом.

Розрахунок норми доходу інвестицій в акції здійснюється за такою формулою:

$$НД_A = \frac{(V_{\text{ПРОД}(T)} + D_t) \times i_t - V_{\text{КУП}(t)}}{V_{\text{КУП}(t)}} \quad (10.8)$$

де,  $НД_A$  – норма доходу інвестицій в акції за період володіння ними ( $t$ );

$V_{\text{КУП}(t)}$  – вартість купівлі акції в період  $t$ ;

$V_{\text{ПРОД}(T)}$  – вартість продажу акції в період  $T$ ;

$D_t$  – сума дивідендів, отриманих за час  $T$ , приведена до моменту часу  $t$ ;

$i_t$  – коефіцієнт дисконтування (приведення) грошових потоків.

Очікувана норма доходу інвестицій в безкупонні облигації за весь період до погашення розраховується за такою формулою:

$$НД_O = \frac{100 - V_{\text{КУП}(t)}}{V_{\text{КУП}(t)}} \times 100\% \quad (10.9)$$

де,  $НД_O$  – норма доходу інвестицій в безкупонні облигації, %;

$V_{\text{КУП}(t)}$  – вартість купівлі облигації у відсотках до її номінальної вартості;

$V_{\text{ПРОД}(T)}$  – вартість продажу акції в період  $T$ ;

Номінальна доходність безкупонних облигацій до погашення розраховується за формулою:

$$НД_{O.H.} = \frac{100 - V_{\text{КУП}(t)}}{V_{\text{КУП}(t)}} \times \frac{365}{T - t_{\text{КУП}}} \times 100\% \quad (10.10)$$

де,  $T - t_{\text{КУП}}$  – час до погашення облигації з часу покупки облигації, днів;

$V_{\text{КУП}(t)}$  – поточна вартість купівлі облигації у відсотках до її номінальної вартості в момент купівлі.

Розрахунок ефективної дохідності безкупонних облигацій за рік проводять за формулою:

$$\text{НД}_{\text{О.Р.}} = \left[ \left( \frac{\text{НД}_0}{100} + 1 \right)^{\frac{t}{T}} - 1 \right] \times 100 \quad (10.10)$$

де,  $\text{НД}_{\text{О.Р.}}$  – норма доходу інвестиції в безкупонні облігації за весь термін до погашення  $T$ ;

$T$  – кількість днів (років) до погашення облігацій;

$t$  – кількість днів в році (при розрахунку в річній розмірності, приймається рівним 1)

$$\text{НД}_0^{\text{КУП}} = \frac{K_{\text{РІЧ}}}{V_{\text{КУП}(t)}} \times 100 \quad (10.11)$$

де,  $K_{\text{РІЧ}}$  – купонний платіж у відсотках до номінальної ціни облігації, %.

Номінальна доходність до погашення облігацій зі змінним купоном розраховується за формулою:

$$\text{НД}_{\text{О.Н.}} \text{НД}_{\text{О.Н.}}^{\text{КУП}} = \frac{100 + K_{\text{П}t} - V_{\text{КУП}(t)}}{V_{\text{КУП}(t)}} \times \frac{365}{t_n - t_{\text{КУП}}} \times 100\% \quad (10.10)$$

де,  $K_{\text{П}t}$  – черговий купонний платіж, здійснюваний у момент часу  $t_n$ , в процентах до номінальної ціни облігації.

Розглянуті методи оцінки ефективності облігацій використовуються і при розрахунках аналогічних показників по ощадних сертифікатах та інших боргових цінних паперах.

#### 4. Управління портфелем фінансових інвестицій

Інвестиційні якості об'єктів інвестування відіграють ключове значення у процесі формування структури інвестиційного портфеля. Саме від його структури та обраного поєднання об'єктів інвестування залежить успіх роботи портфельного інвестора, рівень досягнення його інвестиційних цілей. Крім того, структура портфеля має безпосередній вплив на способи та методи управління цим портфелем в подальшому. У зв'язку з цим на етапі формування портфеля необхідно визначити, які об'єкти інвестування з усіх доступних та оцінених за критеріями їх інвестиційних якостей повинні бути включені до портфель.

У табл. 10.3 відображені етапи вибору об'єктів інвестування для реальних інвестиційних проектів та фінансових інструментів.

Оцінка переваг і недоліків передбачуваних об'єктів інвестування повинна бути пов'язана з роботою по забезпеченню процесу формування портфеля достатніми фінансовими ресурсами. У ситуації, коли є кілька об'єктів інвестування, кожен з яких задовольняє інвестора за критерієм доходності, але за загальним обсягом необхідних інвестицій перевищує можливості інвестора, використовуються методи моделювання портфеля або ранжування потенційних об'єктів інвестування.

Таблиця 10.3

Етапи вибору об'єктів інвестування для реальних інвестиційних проектів та фінансових вкладень у цінні папери

Етап	Реальний інвестиційний проект	Фінансові інструменти
Пошук варіантів для можливої реалізації	Здійснюється підприємством і за відсутності вільних фінансових ресурсів. Паралельно опрацьовується питання формування фінансових ресурсів, у тому числі за рахунок зовнішніх джерел	Інвестуються, як правило, вільні фінансові ресурси
Розгляд та оцінка бізнес-планів	Обов'язкова наявність та розгляд бізнес-плану	Вивчення кон'юнктури ринку цінних паперів. Технічний та фундаментальний аналіз індексів фондового ринку
Первинний відбір за критеріями позитивних значень	Широке коло показників щодо: – відповідності іміджу підприємства; – ступінь опрацьованості проекту і його забезпеченість факторами виробництва; – показники інвестиційної привабливості та ризику; – джерела фінансування; – інші показники.	В основному показники інвестиційної привабливості та ринкової оцінки
Експертиза	Ретельна експертиза у зв'язку з високим рівнем відповідальності за обсягом інвестованих ресурсів	Менша ступінь відповідальності при більшому рівні ліквідності, але й більшому рівні ризику
Остаточний вибір	Означає початок складного процесу реалізації проекту	Означає придбання цінних паперів, моніторинг ринку аналогічних об'єктів
Реалізація	Тривалий етап з великими витратами та без отримання доходу	Отримання доходу у вигляді дивідендів і зростання курсової вартості
Достроковий вихід	Оцінка вартості незавершеного будівництва, продаж об'єкта. Вимагає значного часу і нових витрат	Продаж цінних паперів та реінвестування коштів не вимагають багато часу

До таких методів належать.

1. *Метод вибору по Парето*, в якому найкращим з числа пропонуваніх об'єктів є той, для якого немає жодного об'єкта за заданими критеріями не гірше, а хоча б за одним показником краще.

Як правило, об'єкти портфельного інвестування порівнюються за наступними показниками:

- комерційна ефективність інвестицій (чиста теперішня вартість (*NPV*), індекс доходності (*BCR*), внутрішня норма доходності (*IRR*), термін окупності (*TO*), рентабельність інвестицій (*PI*);
- ступінь ризику (коефіцієнт варіації (*V*),  $\beta$ -коефіцієнт);
- рейтинги надійності емітентів акцій;
- кредитні рейтинги емітентів облігацій.

Для характеристики переваг та недоліків кожного об'єкта інвестування вони ранжуються за заданими показниками у порядку зростання. Потім складаються таблиці переваг, в яких об'єкти порівнюються попарно.

Недоліком правила Парето є те, що часто воно дає більшу кількість варіантів бажаних об'єктів, ніж це необхідно інвестору в умовах обмеженості його інвестиційних ресурсів. Для усунення зазначеного недоліку можна використати метод вибору по Борда.

2. *Метод вибору по Борда* передбачає ранжування об'єктів інвестування за значенням кожного критеріального показника у порядку зниження його величини з присвоєнням відповідного значення рангу, на основі якого у подальшому розраховується сумарний ранг кожного об'єкта. Перевага отримує той варіант, який має максимальне значення сумарного рангу. Цей метод дозволяє провести кілька турів відбору, коли переможці попередніх турів виключається із подальшого розгляду, а вся процедура відбору проводиться повторно.

3. *Метод вибору за питомими вагами показників*, в процесі якого самі критеріальні показники ранжуються за значимістю та пріоритетністю для інвестора. Кожному критеріальному показником присвоюється значення питомої ваги (в частках одиниці), а сума вагових значень усіх показників дорівнює 1. Значення рангів показників для кожного інвестиційного проекту зважуються за питомими вагами самих показників і підсумовується. Результуючі ранги порівнюються між собою. При цьому найкращим вважається об'єкт з найбільшим значенням такого зваженого рангу.

4. *Методи лінійного програмування* досить поширені в інвестиційній практиці і дозволяють розв'язувати задачу максимізації доходності портфеля при встановлених інвестором обмеженнях. У якості критеріального індикатора *доходності*, з яким проводиться процедура максимізації, теорія інвестиційного аналізу рекомендує використовувати показник сумарної чистої теперішньої вартості інвестиційного портфеля.

При цьому можуть встановлюватися такі обмеження:

- загальний обсяг інвестицій по об'єктах у складі портфеля не повинен перевищувати обсяг інвестиційних ресурсів, виділених для фінансування інвестицій;
- мінімальна внутрішня норма прибутковості по об'єктах в складі інвестиційного портфеля (*IRR*) повинна бути не менше вартості передбачуваних інвестиційних ресурсів або встановленої інвестором норми дисконту;
- максимальний термін окупності по об'єктах в складі портфеля не повинен бути більше встановленого інвестором обмеження по термінах;
- інші показники, які є важливими для інвестора.

Алгоритм розв'язання задачі полягає в тому, що при формуванні інвестиційного портфеля в нього включаються послідовно об'єкти у порядку зниження їх рангу до тих пір, поки вони можуть інвестуватися в повному обсязі при виконанні встановлених обмежень. Якщо при розгляді чергового об'єкта інвестицій він не може бути профінансований у повному обсязі, то розглядається варіант його дроблення, з тим щоб підприємство реалізовувало частину об'єкта.



Якщо це неможливо, то в портфель може включатися наступний об'єкт за розглянутим, і так до тих пір, поки обсяг інвестиції не буде вичерпаний.

Можливий варіант розгляду різних комбінацій об'єктів інвестицій при невеликій їх загальній кількості. У цьому випадку розглядаються усі можливі поєднання об'єктів та вибирається інвестиційний портфель, адекватний відповідним показникам, що задовольняють уподобання та економічні інтереси інвестора.

Існують й інші методи моделювання портфеля, що включають якісний аналіз, елементи суб'єктивної переваги, способи формалізації вибору тощо.

Сукупність застосовуваних до інвестиційного портфеля методів, технічних прийомів та інструментальних засобів називають *способом управління*. Він може бути активним чи пасивним (рис. 10.3).



Рис. 10.3. Моделі управління інвестиційним портфелем  
Активна модель управління передбачає постійне спостереження за складом

та структурою інвестиційного портфеля та підтримання його у тому стані, який відповідає цілям інвестора. Ця модель управління має особливе значення при роботі на українському ринку, який характеризується підвищеними інвестиційними ризиками при вкладенні коштів у будь-які об'єкти інвестування. Якщо інвестор націлений на підтримку вартості та інвестиційних якостей портфеля на деякому встановленому рівні, то він буде прагнути швидко продавати низькодохідні активи, а замість них купувати більш ефективні фінансові інструменти. Тому з метою обґрунтування інвестиційних рішень необхідно систематично порівнювати вартість, дохідність, безпеку та ліквідність «оновленого» портфеля з параметрами «старого» портфеля.

Недоліком активного управління є його відносна витратність, оскільки інвестор змушений нести постійні витрати, пов'язані з інформаційною, аналітичною, експертною діяльністю та роботою по реалізації та купівлі об'єктів інвестування.

Виділяють такі різновиди активного управління портфелем цінних паперів.

*Менеджери, орієнтуються на вартість*, прагнучі купити недооцінені акції, що котируються нижче справжньої їх ціни, і продати їх за справжньою або вищою ціною. При цьому використовуються моделі дисконтування дивідендів, показники відношення ціни до доходу на акцію, непередбачуваного доходу тощо. Портфелі таких менеджерів, як правило, характеризуються низьким рівнем ризику, тобто мають відносно низьке значення  $\beta$ -коефіцієнта, низькі значення показників співвідношення ринкової ціни до балансової вартості, відношення ціни до доходу на акцію і високу дивідендну дохідність.

*Менеджери, орієнтуються на зростання*, Прагнуть купити акції, які, як правило, продаються з порівняно високим значенням показника відношення ціни акції до доходу на акцію за рахунок високого росту доходів, очікуючи продовження встановленої тенденції або ж ще більшого зростання доходів. Портфелі таких менеджерів характеризуються порівняно високим  $\beta$ -коефіцієнтом, високими значеннями відношення ринкової ціни акції до її балансової вартості, відношення ціни акції до доходу на акцію, порівняно низькою дивідендною дохідністю.

*Менеджери, які використовують групову ротацію*, які дотримуються стилю управління «зверху вниз», що базується на теорії економічних циклів. Ці менеджери вважають, що можна визначити поточну фазу економіки та передбачити наступну. Виходячи з цього вони можуть вибрати ті економічні сектори, які отримають переважний розвиток. Таким чином, у портфелі менеджерів цього типу зосереджуються акції невеликого числа галузей економіки.

*Техніки* (так звані «технічні аналітики» або «чартисти») оперують не економічними, а локальними ринковими циклами. Вони вибирають акції виключно на основі інформації про попередній рух ринкових цін і штучно виділяючи різні стійкі конфігурації у ринковій динаміці, прогнозують майбутню динаміку руху цін.

*Таймери, або «вартіві ринку»*, відносяться до групи менеджерів, які застосовують інвестиційний метод «зверху вниз». Ці менеджери вважають, що

вони можуть передбачити момент, коли фондовий ринок піде або буде продовжувати йти вгору чи вниз. Портфель таких менеджерів не завжди складається тільки з цінних паперів, оскільки вони діють як на фондовому ринку, так і поза ним, в залежності від економічних, аналітичних та технічних обставин.

*Хеджери* формують портфель акцій таким чином, щоб найбільшою мірою контролювати інвестиційний ризик. Один з найбільш поширених методів хеджування передбачає одночасну купівлю акції та укладання строкового контракту на продаж цієї акції (опціону на продаж). Опціон на продаж (пут) встановлює нижню межу збитків по цій акції в разі падіння її ціни, при цьому потенційний дохід у разі зростання ціни зменшується тільки на вартість опціону.

*Пасивна модель управління* використовується при формуванні сильно диверсифікованих портфельів із заздалегідь фіксованим рівнем ризику, розрахованих на тривалу перспективу. Такий спосіб управління буде приносити плоди у тому випадку, якщо найбільша частина інструментів портфеля представлена малоризиковими довгостроковими об'єктами, а сам портфель залишатиметься незмінним протягом тривалого періоду часу. Тому обсяг накладних витрат у порівнянні з активним способом управління портфелем буде незначний. Зрозуміло, що в умовах нестабільності економіки пасивний підхід малоефективний.

Вибір способу управління портфелем безпосередньо залежить від типу портфеля та від типу інвестора. Дійсно, агресивний інвестор, який розраховує на високі темпи зростання доходів, вибере активну модель управління, незважаючи на складність роботи та високі витрати. Консервативний інвестор, який спирається на стабільні доходи, цілком може бути задоволений пасивною схемою управління.

### **Питання для самоконтролю**

1. Що таке інвестиційний портфель?
2. Які критерії можуть бути покладені в основу типізації інвестиційних портфельів?
3. Охарактеризуйте активну стратегію формування портфеля цінних паперів.
4. Коли реалізується активна стратегія формування портфеля цінних паперів?
5. Охарактеризуйте пасивну стратегію формування портфеля цінних паперів.
6. Коли реалізується пасивна стратегія формування портфеля цінних паперів?
7. У чому полягає необхідність проведення моніторингу інвестиційного портфеля?
8. Що таке портфель доходу і з якою метою він складається? З яких цінних паперів він складається?
9. Що таке портфель росту і з якою метою він складається? З яких цінних паперів він складається?

10. Які типи інвестиційних портфельів розрізняють залежно від інвестиційних ризиків?

11. Охарактеризуйте агресивний (спекулятивний) інвестиційний портфель.

12. Охарактеризуйте помірний (компромісний) інвестиційний портфель.

13. Охарактеризуйте консервативний інвестиційний портфель.

14. Назвіть основні варіанти типів інвестиційних портфельів.

15. У чому полягає оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів?

16. Що таке цінний папір? Назвіть основні види цінних паперів.

17. За якими ознаками класифікуються фінансові інструменти?

18. Охарактеризуйте цінні папери за ступенем передбачуваності інвестиційного доходу.

19. Охарактеризуйте цінні папери за рівнем ризику, пов'язаного з характером емітента.

### Тестові завдання

**1. Головною метою формування інвестиційного портфелю є:**

а) скорочення термінів реалізації інвестиційних програм та проектів підприємства;

б) покращення умов доступу до зовнішніх джерел фінансування операційної діяльності підприємства;

в) підвищення конкурентоспроможності підприємства;

**г) реалізація політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш дохідних та безпечних фінансових інструментів.**

**2. До принципів формування інвестиційного портфелю відносяться:**

а) безпечність;

б) дохідність;

в) ліквідність;

**г) всі відповіді вірні.**

**3. За рівнем ліквідності розрізняють такі типи інвестиційних портфельів підприємства:**

а) короткострокові та довгострокові;

б) ліквідні та неліквідні;

в) **високоліквідні, середньоліквідні та низьколіквідні;**

г) оподатковувані та вільні від оподаткування.

**4. За первинністю формування розрізняють такі типи інвестиційних портфельів підприємства:**

а) первинні і вторинні;

б) моно- та поліцільові;

в) **стартові та реструктуровані;**

г) ліквідні та неліквідні.

**5. Управління, спрямоване на створення довгострокового портфелю цінних паперів з визначеними рівнями ризику та доходу називається:**

- а) пасивним;
- б) активним;
- в) агресивним;
- г) стратегічним.**

**6. Першим етапом у формуванні інвестиційного портфеля є:**

- а) формування інвестиційної політики;
- б) вибір активів та аналіз інвестиційних рішень;
- в) формулювання інвестиційних цілей (пріоритетів);**
- г) оцінка ефективності інвестицій.

**7. Консервативний інвестиційний фінансовий портфель підприємства формується за критерієм:**

- а) мінімального рівня інвестиційного ризику;**
- б) форм власності емітентів цінних паперів;
- в) мінімального гарантованого поточного доходу від інвестицій;
- г) усі відповіді вірні.

**8. Поміркований (компромісний) інвестиційний портфель формується за критерієм:**

- а) середньоринкового рівня доходності та мінімального рівня ризиків;
- б) максимального рівня доходності;
- в) наближення загального рівня портфельного ризику до середньоринкового;**
- г) визначеної частки акцій, емітованих «блакитними фішками».

**9. Якщо купонна ставка збільшиться, то поточна ринкова вартість облігації:**

- а) зменшиться;
- б) не зміниться;
- в) збільшиться;**
- г) немає правильної відповіді.

**10. Інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді незалежно від темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі, – це:**

- а) портфель доходу;**
- б) портфель зростання;
- в) агресивний портфель;
- г) консервативний портфель.

**11. Інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу в майбутній довгостроковій**

перспективі незалежно від рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді, – це:

- а) портфель доходу;
- б) портфель зростання;**
- в) агресивний портфель;
- г) консервативний портфель.

12. Дисперсія інвестиційного портфелю розраховується з метою оцінки:

- а) коливань доходності інвестиційного портфеля;**
- б) рівня його доходності у найближчий перспективі;
- в) доцільності розширення або зменшення кількості фінансових інструментів, включених до складу інвестиційного портфелю;
- г) ринкової вартості інвестиційного портфелю.

13. Оптимізація портфелю цінних паперів досягається шляхом:

- а) вибору більш прибуткових цінних паперів;
- б) включення до портфелю різних фінансових інструментів;**
- в) збільшення кількості цінних паперів у портфелі;
- г) зменшення кількості цінних паперів у портфелі.

14. «Портфельна теорія» є механізмом оптимізації інвестиційного портфеля за критеріями рівня його:

- а) доходності;
- б) ризику;
- в) доходності та ризику;**
- г) максимального обсягу вкладень у фінансові інвестиції підприємства.

15. Диверсифікація – це таке комбінування елементів інвестиційного портфелю, при якому досягається:

- а) мінімальний ризик при максимальному доході;**
- б) мінімальний ризик при мінімальному доході;
- в) максимальний ризик при мінімальному доході;
- г) максимальний ризик при максимальному доході.

16. Для точніших порівнянь доходності окремих інвестиційних портфелі використовуються:

- а) диверсифіковані портфелі;
- б) незалежні портфелі;
- в) еталонні портфелі;**
- г) альтернативні портфелі.

17. Ринковий ризик портфелю (або систематичний ризик) вимірюється за допомогою розрахунку коефіцієнту:

- а) альфа;
- б) гамма;

- в) омега;
- г) бета.

**18. Різниця між середньою доходністю портфелю та його еталонною доходністю називається:**

- а) апостеріорною;**
- б) прямою;
- в) еталонною;
- г) істотною.

**19. Якщо значення історичної альфи більше нуля, це свідчить про те, що:**

- а) середня доходність не перевищувала доходність еталонного портфелю, а управління портфелем неефективне;
- б) середня доходність перевищувала доходність еталонного портфелю, а управління портфелем ефективно;**
- в) середня доходність перевищувала доходність еталонного портфелю, а управління портфелем неефективне;
- г) вірної відповіді немає.

**20. Коефіцієнт «доходність-мінливість» визначає:**

- а) доходність еталонного портфелю;
- б) ефективність управління портфелем;
- в) ринковий ризик;
- г) величину надлишкової доходності портфеля з коригуванням на ринковий ризик.**

## ГЛОСАРІЙ

**Аванс** – грошова сума, виділена за домовленістю в рахунок майбутніх платежів за матеріальні цінності, виконані роботи та надані послуги.

**Авуари** – різні активи (грошові кошти, чеки, векселі, перекази, акредитиви), за рахунок яких можуть здійснюватися платежі та погашення зобов'язань їх власників.

**Агресивна інвестиційна політика** – політика інвестування, спрямована на максимізацію доходу від вкладень у поточному періоді без урахування високого рівня інвестиційного ризику.

**Агресивний інвестиційний портфель** – інвестиційний портфель з високим рівнем ризику, що складається із цінних паперів та інших фінансових інструментів, сформований за критерієм максимізації доходу або росту.

**Активи** – економічні ресурси підприємства у формі основного та оборотного капіталу, нематеріальних активів, що використовуються у виробничій діяльності з метою одержання доходу. На практиці розміри активів підприємства визначаються загальною сумою активу балансу на певну дату.

**Активи на акцію** – відношення активів до загальної кількості акцій.

**Акціонерне товариство** – компанія, створена юридичними особами, що має статутний фонд, розподілений на певну кількість акцій однакової номінальної вартості та несе відповідальність за зобов'язаннями тільки своїм майном. Акціонерне товариство може бути відкритого (якщо акції розповсюджуються шляхом відкритої передплати або купівлі – продажу на фондових біржах) або закритого (якщо акції не можуть розповсюджуватися вільно) типу.

**Акція** – цінний папір, що засвідчує долю її власника у статутному фонді акціонерного товариства відкритого або закритого типу, який дає право на участь в управлінні й одержанні відповідної частини його прибутку у формі дивідендів. Розрізняють акції іменні та на пред'явника, привілейовані та прості.

**Акція росту** – акція підприємства, що росте і знаходиться на ранніх стадіях свого життєвого циклу.

**Аналіз беззбитковості** – невід'ємна частина інвестиційного проектування, що визначає взаємозв'язок витрат та доходів при різних рівнях виробництва (продажу).

**Аналіз кон'юнктури інвестиційного ринку** – вивчення особливостей інвестиційного ринку або окремих його сегментів та тих змін, які відбуваються на ньому в момент спостереження порівняно з попереднім періодом.

**Аналіз сценаріїв** – це техніка аналізу інвестиційного ризику, що дає змогу врахувати як чутливість *NPV* до зміни вхідних змінних, так і інтервал, у якому перебувають їх імовірні значення. Це досить досконалий інструмент для оцінки власного ризику інвестиційного проекту. Його обмеженість полягає в тому, що розглядається лише кілька дискретних значень результатів проекту, тим часом як у реальності цих значень може бути нескінченно багато.

**Аналіз чутливості оцінки інвестиційного ризику** – це техніка аналізу проектного ризику, котра показує, як зміниться значення *NPV* проекту при



заданій зміні вхідної змінної за інших рівних умов. Проведення аналізу чутливості – досить проста операція, яка легко піддається алгоритмізації.

**Ануїтет** (фінансова рента, від латинського *annuitas*) – це рівномірні платежі підприємства або, навпаки, надходження, що здійснюються через однаковий інтервал протягом певного періоду. Тобто позичальник щорічно виплачує фіксовану суму боргу (ануїтет), яка не змінюється протягом обумовленого часу.

**Балансовий прибуток** – прибуток підприємства до відрахувань з його податкових та інших обов'язкових платежів.

**Банкрутство** – установлена в судовому порядку фінансова неплатоспроможність певної юридичної чи фізичної особи, тобто її нездатність здійснювати розрахунки за своїми зобов'язаннями.

**Безризикові інвестиції** – розміщення капіталу в об'єктах інвестування, для яких відсутній ризик можливих фінансових втрат. У практиці розвинених країнах до таких об'єктів інвестування, як правило, відносять державні урядові облигації.

**Бізнес-план** – основний документ, у якому стисло в загальноприйнятій послідовності розділів викладено головні характеристики реального інвестиційного проекту. Бізнес-план покликаний переконати інвестора в ефективності передбачуваних інвестицій.

**Бюджет** – фінансовий план короткострокового періоду (до одного року), в якому відображаються витрати та надходження коштів, пов'язаних з реалізацією інвестиційного проекту.

**Бюджетування** – розробка бюджету витрат та надходження коштів у процесі оперативного управління реалізацією інвестиційного проекту.

**Валовий дохід** – дохід підприємства від реалізації продукції (товарів, послуг) до сплати податків, що входять у ціну продукції.

**Валові інвестиції** – загальний обсяг коштів, інвестованих у нове будівництво, придбання засобів виробництва, направлених на приріст товарно-матеріальних запасів у певному періоді.

**Валютний курс** – ціна грошової одиниці однієї країни, виражена у грошовій одиниці іншої країни на певну дату.

**Валютний ринок** – механізм, за допомогою якого встановлюються правові й економічні відносини між споживачами й продавцями валют.

**Вартість капіталу** – це ціна інвестиційних ресурсів, яку підприємство платить за їх залучення за рахунок різних джерел.

**Венчурний капітал** (англ. *Venture capital*) – це кошти інвестиційних фондів чи фірм, що спеціалізуються на фінансуванні росту молодих компаній, звичайно за винагороду у вигляді доходу на акціонерний капітал. Важливе джерело фінансування починаючих компаній, або компаній, що перебувають у складних умовах, так званий «ризиковий» капітал.

**Венчурні підприємства** – малі фірми в сферах наукових досліджень, інженерних розробок, створення і впровадження нововведень ризикового характеру.

**Відсоток** – сума доходу від надання капіталу в борг або сплата за користування позиковим капіталом (депозитний, кредитний, за облігаціями, за векселями тощо).

**Відтоки грошових коштів** – витрати підприємства за певний період часу.

**Внутрішні джерела формування інвестиційних ресурсів** – власні джерела фінансування реалізації інвестиційних програм (проектів). До основних внутрішніх джерел належить частина чистого прибутку підприємства, що підлягає капіталізації, та сума амортизаційних відрахувань (амортизаційний фонд).

**Внутрішні ризики (ендогенні)** – ризики, безпосередньо пов'язані з діяльністю учасника проекту.

**Внутрішні стратегічні цілі інвестиційної діяльності** – цілі, які визначають напрям розвитку внутрішніх інвестицій підприємства, що забезпечують, як правило, різні цілі операційної діяльності підприємства та розв'язання найбільш важливих проблем його розвитку.

**Внутрішня норма рентабельності (Internal Rate of Return, IRR)** – це ставка дисконтування, при якій чиста теперішня вартість інвестицій рівняється «0». Це найвища ставка відсотка, що може заплатити інвестор, не втративши при цьому в грошах, якщо всі кошти для фінансування інвестиційного проекту взяті в борг і загальна сума (основна сума плюс відсотки) повинна бути виплачена з доходів від інвестиційного проекту після їхнього одержання.

**Галузева інвестиційна політика** – це підтримка пріоритетних галузей, розвиток яких забезпечує економічну й оборонну безпеку країни, прискорення науково-технічного прогресу тощо.

**Гібридні інструменти** – цінні папери, що мають ознаки як інструментів займу, так і інструментів власності.

**Графік інвестицій** – загальний обсяг інвестицій, розподілений за конкретними термінами інвестування. Такий графік складається під час розробки бізнес-плану та оперативного плану реалізації інвестиційного проекту.

**Грошовий потік** – основний показник, що характеризує ефективність інвестицій у вигляді повернених інвестору коштів. Основою грошового потоку за інвестиціями є чистий прибуток та сума амортизації матеріальних і нематеріальних активів.

**Депозит** – грошові або інші види активів, розміщені на збереження у фінансово-кредитні заклади.

**Депозитарій** – заклад, що приймає на зберігання гроші, документи, цінні папери та інші цінності.

**Депозитарій інвестиційного фонду** – юридична особа, що здійснює відповідальне зберігання активів, обслуговування операцій з активами інвестиційного фонду й облік руху активів фонду на підставі депозитного договору.

**Депозитний процент** – сума доходу, одержуваного інвестором у разі передачі коштів на зберігання відповідно до встановленого ставкою відсотка.

**Державна інвестиційна політика** – цілеспрямоване правове регулювання окремих аспектів інвестиційної діяльності суб'єктів господарської

діяльності з боку держави відповідно до стратегії та умов її економічного розвитку.

**Державне регулювання інноваційної діяльності** – цілеспрямований вплив органів державного управління на економічні інтереси інститутів інноваційної сфери.

**Державні інвестиції** – інвестиції, що здійснюються державною та місцевими органами влади (управління) за рахунок бюджетних коштів, позабюджетних фондів, залучених коштів, а також державними підприємствами та закладами за рахунок власних та залучених коштів.

**Дериватив** – стандартний документ, що засвідчує право чи зобов'язання придбати чи продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством.

**Диверсифікація інвестицій** – вид інвестиційної стратегії підприємства, спрямованої на розширення або зміну його інвестиційної діяльності. Розрізняють галузеву, регіональну та інші форми диверсифікації інвестицій.

**Диверсифікація інвестиційного портфеля** – включення в портфель фінансових інструментів з протилежною коваріацією для досягнення оптимального сполучення цих параметрів для портфеля в цілому.

**Дивіденд, дивідендний дохід** – частина прибутку акціонерного товариства, яка щорічно (або з іншою періодичністю) розподіляється між акціонерами відповідно до кількості і виду акцій, що перебувають в їх володінні.

**Дисконтна ставка** – це відсоткова ставка, за якою майбутня вартість грошей приводиться до їх поточної (реальної) вартості, тобто за якою здійснюється процес дисконтування.

**Дисконтування** – це процедура (метод) визначення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків з урахуванням фактору часу, інфляції та ризику.

**Довгострокові активи** – матеріальні та нематеріальні активи підприємства з періодом використання більше одного року. До довгострокових активів належать основні фонди, незавершені капітальні вкладення, довгострокові фінансові вкладення в усіх формах та інші аналогічні активи.

**Довгострокові пасиви** – усі види залучених коштів з терміном погашення основної суми боргу понад один рік.

**Доходність** – здатність цінного паперу приносити позитивний фінансовий результат у формі приросту капіталу.

**Експертиза** – оцінка проекту з метою запобігання створенню об'єктів, використання яких порушує інтереси держави, права фізичних та юридичних осіб або не відповідає встановленим вимогам стандартів, а також для визначення ефективності здійснюваних вкладень.

**Емісія** – випуск в обіг грошових знаків та цінних паперів.

**Ефект** – це різниця між результатами і витратами на досягнення цих результатів.

**Ефективність** – це відношення результату до витрат для досягнення цього результату.

**Ефективність інвестиційного портфеля** – характеристика інвестиційного портфеля (як правило, портфеля цінних паперів) за критеріями поточної доходності чи зростання капіталу за будь-якого рівня ризику.

**Ефективність реальних інвестицій** – поняття, що характеризує різні аспекти доходності інвестицій.

**Життєвий цикл галузі** – загальний період часу від початку зародження галузі до завершення її існування (у разі випуску продукції, на яку істотно вплинув науково-технічний прогрес) або до вступу в остаточну зрілість (у разі випуску продукції, потреба в якій стабільна). У теорії життєвого циклу галузей розрізняють, як правило, п'ять основних стадій: 1) «народження»; 2) «зростання»; 3) «розширення»; 4) «зрілість»; 5) «спад», або «остаточна зрілість». В інвестиційному менеджменті визначення стадії життєвого циклу галузі пов'язане з оцінюванням інвестиційної привабливості окремих об'єктів реального чи фінансового інвестування, яке необхідне також у процесі галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності.

**Життєвий цикл підприємства** – загальний період часу від початку діяльності підприємства до природного припинення його існування або відродження на новій основі (з новим складом власників і керівного персоналу, з принципово новою продукцією, технологією тощо). У теорії життєвого циклу підприємства розрізняють шість основних стадій: 1) «народження»; 2) «дитинство»; 3) «юність»; 4) «рання зрілість»; 5) «остаточна зрілість»; 6) «старіння». В інвестиційному менеджменті визначення стадії життєвого циклу підприємства необхідне для оцінювання його інвестиційної привабливості чи інвестиційних якостей цінних паперів (акцій), що імітуються.

**Життєвий цикл реального інвестиційного проекту** – це період часу від початку здійснення заходу (початок фінансування робіт) до повного завершення випуску продукції, здійснюваного з використанням науково-технічних розробок даного проекту (припинення будь-яких грошових потоків, обумовлених проектом).

**Залучені джерела формування інвестиційних ресурсів** – залучені на поворотній та платній основі кошти для реалізації інвестиційного портфеля та інше майно. До основних видів залучених джерел формування інвестиційних ресурсів належать довгострокові кредити банків; кошти, отримані від емісії облігацій; майно, залучене на основі інвестиційного лізингу та селенгу.

**Збалансований інвестиційний портфель** – інвестиційний портфель, що складається з фінансових інструментів, які повною мірою відповідають цілям і критеріям його формування виходячи з політики фінансового інвестування, що розробляється на підприємстві.

**Зовнішні джерела формування інвестиційних ресурсів** – позикові та залучені джерела фінансування інвестиційних програм (проектів).

**Зовнішні ризики (екзогенні)** – це ризики, не пов'язані безпосередньо з діяльністю самого учасника проекту.

**Імунізація портфеля** – один з видів портфельної стратегії щодо формування боргових цінних паперів портфелю, згідно з якою до нього мають включатися лише такі фінансові інструменти, період погашення яких не може

виходити за прогнозований період незмінності відсоткової ставки на фінансовому ринку.

**Інвестиційна декларація** – складова статуту інвестиційного фонду, в якій визначено основні напрямки й обмеження його діяльності, порядок випуску, продажу та викупу інвестиційних сертифікатів, а також інші питання діяльності фонду.

**Інвестиційна діяльність** – сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій з метою отримання доходу (ефекту). Передбачає здійснення операцій щодо придбання і продажу довгострокових (необігових) активів та короткострокових (поточних) фінансових інвестицій, що не є еквівалентами грошових коштів.

**Інвестиційна інфраструктура** – галузі економіки, організації та інститути, які безпосередньо забезпечують процес безперервного здійснення інвестицій.

**Інвестиційна компанія** – фінансово-кредитний інститут, представлений об'єднанням (корпорацією, фінансовою групою, холдинговою, фінансовою компанією), який здійснює операції з цінними паперами (емісія власних цінних паперів і розміщують їх у цінні папери інших емітентів).

**Інвестиційна політика** – це форма реалізації інвестиційної ідеології та стратегій підприємства за напрямками найважливіших аспектів інвестиційної діяльності за окремими етапами її реалізації, що включає комплекс заходів з організації та управління інвестиційною діяльністю, спрямованих на забезпечення оптимальних обсягів і структури інвестиційних активів, зростання їх прибутковості при допустимому рівні ризику.

**Інвестиційна привабливість галузей** – інтегральна характеристика окремих галузей економіки з позиції перспективності розвитку, доходності інвестицій та рівня інвестиційних ризиків. Інвестиційна привабливість окремих галузей оцінюється під час розробки інвестиційної стратегії підприємства та галузевої диверсифікації його інвестиційного портфеля.

**Інвестиційна привабливість держав** розраховується міжнародними організаціями й установами, однак математичний підхід є однаковим, - це розрахунок рейтингової системи оцінок держави.

**Інвестиційна привабливість підприємства** – це сукупність характеристик його фінансово-господарської й управлінської діяльності, перспектив розвитку й можливості залучення інвестиційних ресурсів.

**Інвестиційна привабливість регіонів** – інтегральна характеристика окремих регіонів країни з позиції інвестиційного клімату, рівня розвитку інвестиційної інфраструктури, можливостей залучення інвестиційних ресурсів та інших факторів, які істотно впливають на формування доходності інвестицій та інвестиційних ризиків. Інвестиційна привабливість окремих регіонів оцінюється під час розробки інвестиційної стратегії компанії (фірми) і регіональної диверсифікації її інвестиційного портфеля.

**Інвестиційна програма** – це сукупність уніфікованих даних про систему інвестиційних проектів або пропозицій з певною цільовою спрямованістю. Представляє собою відособлену частину інвестиційного портфеля підприємства, сформовану за галузевою, регіональною чи іншими ознаками з метою зручності

управління. Інвестиційна програма включає ряд інвестиційних проектів (наприклад, інвестиційна програма житлового будівництва, переробки сільськогосподарської продукції, створення соціальної інфраструктури та ін. ).

**Інвестиційна стратегія** – це система довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, які визначаються загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

**Інвестиційна тактика** – це система оперативних цілей, що деталізує інвестиційну стратегію на короткостроковий період, а також засобів їх реалізації.

**Інвестиційна якість фінансових інструментів інвестування** – інтегральна оцінка окремих видів фінансових інструментів інвестування з позицій рівня їх доходності, ризику й ліквідності.

**Інвестиційне забезпечення** – це безперервний підбір відповідної інформації, необхідної для аналізу планування, розподілу інвестиційних процесів і підготовки ефективних управлінських інвестиційних рішень з усіма аспектами інвестиційної діяльності.

**Інвестиційне планування** – це процес розробки системи планів інвестиційної діяльності підприємства та її забезпечення відповідними ресурсами у визначеному майбутньому періоді.

**Інвестиційне середовище (інвестиційний клімат)** – система правових, організаційних, економічних, соціальних, культурних та інших умов інвестиційної діяльності в країні, які значно впливають на доходність інвестицій і рівень інвестиційних ризиків та визначають інвестиційну привабливість для інвестора

**Інвестиційний аналіз** – це процес дослідження інвестиційної активності й ефективності інвестиційної діяльності підприємства з метою виявлення резервів подальшого підвищення її ефективності.

**Інвестиційний банк** – банк, який спеціалізується на фінансуванні інвестиційної діяльності своїх клієнтів шляхом надання їм довгострокових кредитів (позик).

**Інвестиційний комплекс** – система підприємств та організацій, що виконують у виробництві функцію створення необхідних нерухомих основних фондів, достатніх для діяльності підприємств усіх галузей економіки.

**Інвестиційний контролінг** – система внутрішнього контролю, що забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямках і показниках інвестиційної діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних її результатів від передбачених і прийняття оперативних управлінських рішень щодо виконання поставлених завдань.

**Інвестиційний менеджмент** – це система принципів та методів розробки і реалізації управлінських рішень, пов'язаних зі здійсненням різних аспектів інвестиційної діяльності підприємства; процес управління всіма аспектами інвестиційної діяльності суб'єкта підприємництва, основна мета якого – забезпечити найефективнішу реалізацію інвестиційної стратегії суб'єктів підприємницької діяльності.

**Інвестиційний портфель** – сформований відповідно до інвестиційної стратегії підприємства перелік об'єктів реального та фінансового інвестування.

**Інвестиційний проект** – це комплексний план заходів, спрямований на створення нового або реконструкцію діючого виробництва товарів і послуг, що здійснюються інвестором для досягнення стратегічних цілей підприємства при обмежених часових, фінансових та матеріальних ресурсах

**Інвестиційний процес** – це безперервний процес здійснення підприємством реальних та фінансових інвестицій.

**Інвестиційний ризик** – це можливість або ймовірність повного чи часткового недосягнення (неотримання) очікуваних інвесторами результатів здійснення інвестицій, пов'язану з діяльністю на інвестиційному ринку.

**Інвестиційний ринок** – сукупність інвестиційних відносин між продавцями й покупцями інвестиційних товарів і послуг, а також об'єктів інвестування в усіх його формах.

**Інвестиційний фонд** – юридична особа, заснована у формі акціонерного товариства, яка здійснює діяльність виключно у сфері спільного інвестування, тобто не суміщає її з іншими видами економічної діяльності.

**Інвестиційний цикл** – це період часу між початком здійснення проекту і його ліквідацією.

**Інвестиційні ресурси** – це всі види грошових та інших активів, залучених для здійснення вкладень в об'єкти інвестування.

**Інвестиційні якості цінних паперів** – інтегральна характеристика окремих видів цінних паперів з позиції їх доходності, ризику та ліквідності.

**Інвестиції** – усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності з метою одержання прибутку або досягнення соціального ефекту.

**Інвестор** – суб'єкт підприємницької діяльності, який приймає рішення про вкладення власних, позикових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. Інвестор може виступати в ролі вкладника, кредитора, покупця, а також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності.

**Індекс доходності** – це відношення величини середнього чистого прибутку, одержаного внаслідок здійснення проекту капітальних вкладень, до середньої або початкової вартості інвестицій у цей проект.

**Індексція основних фондів** – переоцінювання основних фондів, яке періодично проводиться з метою доведення їх початкової вартості до поточної ринкової (відновної) вартості.

**Індикатори інвестиційного ринку** – агреговані індекси динаміки поточних ринкових цін, що відображують стан кон'юнктури в розрізі окремих сегментів інвестиційного ринку.

**Інноваційний продукт** – це результат виконання інноваційного проекту й науково-дослідної і (або) дослідно-конструкторської розробки нової технології чи продукції з виготовленням експериментального зразка чи дослідної партії.

**Інноваційний проект** – комплект документів, що визначає процедуру й комплекс усіх необхідних заходів (у т.ч. й інвестиційних) щодо створення й реалізації інноваційного продукту.

**Інноваційні інвестиції** – одна з форм інвестування, що здійснюється з метою впровадження досягнень науково-технічного прогресу у виробництво та соціальну сферу.

**Інноваційна діяльність** – сукупність практичних дій, спрямованих на використання й комерціалізацію результатів наукових досліджень і розробок, зумовлює випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів і послуг.

**Інновація** – це створені (вдосконалені) поширювані й застосовувані продукти, технології, послуги, рішення, що характеризуються науково-технічною новизною і задовольняють нові суспільні потреби або нова науково-організаційна комбінація виробничих чинників, мотивована підприємницьким духом.

**Іноземні інвестиції** – вкладення капітальних коштів іноземних громадян, фірм, організацій, держав в різні види підприємницької діяльності на території зарубіжної держави з метою отримання підприємницького прибутку або відсотка.

**Іноземні інвестиції** – усі види цінностей, які вкладаються громадянами та юридичними особами іноземних держав в об'єкти інвестиційної діяльності на території даної країни.

**Інституційний інвестор** – фінансовий посередник, який акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність, спеціалізовану, як правило, на операціях із цінними паперами.

**Інструменти фондового ринку** – інструменти, за допомогою яких здійснюються операції на фондовому ринку. До основних інструментів фондового ринку належать облігації, ощадні сертифікати, опціони, ф'ючерсні контракти, інвестиційні сертифікати.

**Інтервал нарахування** – обумовлений конкретний часовий термін (є частиною загального періоду нарахування), в рамках якого розраховується окрема сума відсотка за встановленою ставкою.

**Інфляційна премія** – додатковий дохід, який виплачується інвестору з метою відшкодування його втрат від знецінення грошей внаслідок інфляції. Рівень цього доходу прирівнюється до темпу інфляції в періоді, що розглядається.

**Інфляція** – постійне перевищення темпів росту грошової маси над товарною, внаслідок чого відбувається переповнювання каналів обігу грошима, що супроводжується їх знецінюванням та ростом цін. Інфляція має негативний вплив на інвестиційну активність.

**Іпотека** – різновид застави землі та нерухомого майна з метою забезпечення зобов'язань.

**Іпотечний банк** – банк, який спеціалізується на наданні іпотечного кредиту, перепродажу іпотек та інших послуг, пов'язаних з операціями іпотеки.

**Календарний план реалізації реального інвестиційного проекту** – одна з форм оперативного інвестиційного плану підприємства, що передбачає обсяги, терміни й виконавців окремих робіт за окремими проектами.

**Капітал** – основний вид інвестиційних ресурсів у формі матеріальних і грошових ресурсів, різних видів фінансових інструментів. У вузькому значенні – активи підприємства без зобов'язань (заборгованості).



**Капітал підприємства** характеризує загальну вартість коштів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів.

**Капіталізація** – перетворення засобів у капітал. В інвестиційній діяльності найпоширенішими операціями капіталізації є капіталізація частини чистого прибутку, капіталізація дивідендів, капіталізація депозитного процента тощо.

**Капітальний бюджет** – форма представлення результатів оперативного планування фінансового забезпечення реалізації інвестиційного проекту.

**Капітальні вкладення** – інвестиції у відновлення основних фондів і на приріст матеріально-виробничих запасів. Капітальні вкладення здійснюються у формі нового будівництва, розширення, реконструкції та технічного переустаткування.

**Кваліфікаційна іноземна інвестиція** – іноземна інвестиція встановленого розміру, що займає певну долю в статутному капіталі спільного підприємства.

**Коваріація** – статистична характеристика, що ілюструє міру подібності (або відмінності) двох розглянутих величин у динаміці, амплітуді й напрямках зміни.

**Коефіцієнт  $\beta$**  – показник рівня систематичного ризику, який використовується в практиці оцінки ризику за цінним папером або портфелем цінних паперів.

**Коефіцієнт автономії** – один з основних показників, що характеризує фінансову стійкість підприємства. Він визначається шляхом ділення суми власного капіталу на суму всіх використовуваних коштів. Чим більше значення цього коефіцієнта, тим вища фінансова стійкість підприємства.

**Коефіцієнт довгострокової заборгованості** – важливий показник оцінювання фінансової стійкості підприємства, що характеризує відношення суми довгострокової (понад рік) заборгованості до загальної суми всіх використовуваних ним коштів.

**Коефіцієнт капіталізації** – відношення активів до статутного фонду.

**Коефіцієнт ліквідності** – відношення активів до кредиторської заборгованості.

**Коефіцієнт обіговості активів** – відношення річного обсягу продукції до активів.

**Коефіцієнт обіговості кредиторської заборгованості** – відношення річного обсягу продукції до кредиторської заборгованості.

**Компаундінг** – процес приведення теперішньої вартості грошей до їх майбутньої вартості.

**Кон'юнктура інвестиційного ринку** – форма прояву на інвестиційному ринку або окремих його сегментах системи факторів, що визначають співвідношення обсягу попиту й пропозиції, рівня цін та конкуренції.

**Консервативна інвестиційна політика** – політика інвестування, спрямована на мінімізацію інвестиційного ризику при помірному рівні інвестиційного доходу.

**Консервативний інвестиційний портфель** – інвестиційний портфель, який включає цінні папери та інші фінансові інструменти, сформований за критерієм мінімізації ризиків.

**Контрольний пакет акцій** – кількість акцій, які дають інвестору право здійснювати фактичний контроль над акціонерною компанією.

**Кон'юнктура** – сукупність факторів, що характеризують стан якогось процесу, діяльності, явища.

**Кон'юнктура інвестиційного ринку** – система факторів, що характеризує поточний стан попиту, пропозиції, цін і рівня конкуренції на інвестиційні проекти й послуги, а також об'єкти інвестування в усіх його формах.

**Кон'юнктурний цикл** – період часу, протягом якого послідовно змінюються всі стадії кон'юнктури інвестиційного ринку. Кон'юнктурний цикл поділяється на чотири стадії кон'юнктури: 1) піднесення кон'юнктури; 2) кон'юнктурний бум; 3) послаблення кон'юнктури; 4) кон'юнктурний спад.

**Короткострокові інвестиції** – форма вкладення капіталу терміном до одного року. До них належать придбання короткострокових облігацій, короткострокових депозитних сертифікатів, розміщення коштів на депозитному вкладі та інші короткострокові фінансові вкладення.

**Кредитний процент** – сума, що виплачується одержувачем кредиту за користування позичковими коштами відповідно до встановленої ставки процента.

**Кредитний ринок** – це загальне позначення ринків, де існують пропозиція й попит на різні платіжні засоби; механізм, за допомогою якого встановлюються відносини між юридичними особами, які потребують фінансових коштів для свого розвитку, та юридичними й фізичними особами, які можуть їх надати на певних умовах.

**Кредитори** – це суб'єкти фінансування, які мають профіцит бюджету.

**Крива інвестицій** – графічне зображення залежності попиту на інвестиції від різних факторів: питомої ваги заощаджень у доходах; очікуваної норми прибутковості інвестицій; ставки позичкового процента; темпів інфляції та ін.

**Лізинг** – це вид підприємницької діяльності, спрямованої на інвестування тимчасово вільних грошових коштів, коли за договором фінансової оренди (лізингу) орендодавець (лізингодавець) зобов'язується придбати у власність обумовлене договором майно у продавця і надати це майно орендарю (лізингоодержувачу) за плату в тимчасове користування для підприємницьких цілей.

**Лізингодавець** – юридична особа, яка здійснює лізингову діяльність, тобто передачу в лізинг за договором купівлі-продажу спеціально придбаного для цього майна.

**Ліквідаційна вартість активів** – ціна продажу повністю амортизованих активів (машин, механізмів, устаткування тощо) у разі їх заміни на нові.

**Ліквідність** – здатність активів використовуватися як безпосередні засоби платежу або швидко конвертуватися в грошову форму без втрати своєї поточної вартості в умовах певної кон'юнктури ринку.

**Ліквідність інвестицій** – здатність об'єктів інвестування бути реалізованими за короткий період часу без втрати своєї реальної ринкової вартості.

**Лістинг** – допуск конкретного цінного паперу (акції або облигації) до офіційного котування (продажу) на фондовій біржі після ретельної оцінки його інвестиційних якостей.

**Майбутня вартість грошей** – сума інвестованих теперішніх грошових коштів, приведені з урахуванням певної ставки відсотка до майбутнього часу; всі доходи від первинних інвестицій капіталізуються, тобто додаються до первинної їх суми вкладених засобів.

**Метод Грехема** – інвестиційна теорія, яка стверджує, що найбільш ефективною портфельною стратегією є його формування за рахунок таких фінансових інструментів, ринкові ціни на які нижче їх реальної вартості. Вона розрахована за відповідними моделями і враховує обсяг чистих активів компанії.

**Методи фінансування інвестицій** – принципові підходи до фінансування окремих інвестиційних проектів або програм. До основних методів фінансування інвестицій належать: 1) повне самофінансування; 2) акціонування; 3) кредитне фінансування; 4) лізинг і селенг; 5) змішане фінансування.

**Механізм інвестиційного менеджменту** – система основних елементів, які регулюють процес розроблення і реалізації інвестиційних рішень підприємства.

**Модель Гордона** – формула для оцінки поточної ринкової вартості акцій з дивідендами, що постійно підвищуються. Вона являє собою нову вартість останнього оплаченого дивіденду, поділену на норму поточної доходності акцій даного типу за відрахування темпу приросту дивідендів.

**Модель Дюпона** – рівняння, яке становить основу Дюпонівської системи фінансового аналізу, згідно з яким прибутковість активів, що використовуються дорівнює добутку прибутковості товарообороту (продаж) і оберненості активів.

**Моніторинг інвестиційного ринку** – механізм здійснення підприємством постійного спостереження макроекономічних факторів розвитку інвестиційного ринку й окремих його сегментів з метою оцінювання інвестиційного клімату та його поточної кон'юнктури.

**Моніторинг реалізації інвестиційних проектів** – механізм здійснення постійного спостереження за важливими поточними результатами реалізації всіх інвестиційних проектів підприємства в умовах кон'юнктури інвестиційного ринку, що постійно змінюється.

**Мультиплікатор інвестиційних витрат** – коефіцієнт, який показує, у скільки разів сума приросту національного доходу перевищує суму приросту чистих інвестицій в економіку країни. Модель такого мультиплікатора розробив Д. Кейнс.

**Накопичене сальдо** – це грошовий потік, величину якого визначають за кожний розрахунковий період як суму сальдо за останній і всі попередні розрахункові періоди.

**Нарощування** – метод приведення теперішньої вартості грошей до їх вартості в попередньому періоді, який використовується для оцінювання майбутньої вартості інвестицій.

**Наступний метод нарахування відсотку** (постнумерандо або рекурсивний) – розрахунок платежів, за яким нарахування відсотку здійснюється в кінці кожного часового інтервалу.

**Невизначеність** – це неповнота і неточність інформації про умови реалізації проекту.

**Незбалансований інвестиційний портфель** – портфель, що складається з інвестиційних проектів та фінансових інструментів, які переважно не відповідають меті його формування чи фінансовим ресурсам.

**Неплатоспроможність** – нездатність підприємства сплатити за своїми зобов'язаннями у визначений термін.

**Нове будівництво** – це будівництво комплексу об'єктів основного, підсобного й обслуговуючого призначення новостворюваних підприємств, будівель, споруд, а також філіалів та окремих виробництв, які після введення в експлуатацію перебуватимуть на окремому балансі.

**Номінальна норма відсотка** – це та норма, згідно з якою кредитор отримує винагороду за представлені ним фонди (винагорода за утримання від поточного споживання). Номінальна норма відсотка складається з двох елементів: реальної норми відсотка та інфляційної премії.

**Об'єкт інвестиційної діяльності** – будь-яке майно, в тому числі основні фонди та оборотні кошти в усіх сферах економіки, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права.

**Об'єктом інноваційної діяльності** – науковий і науково-технічний результат, тобто продукт інтелектуальної діяльності, на який поширюються авторські й аналогічні права, оформлені відповідно до діючих міжнародних, національних, корпоративних та інших законодавчих і нормативних актів.

**Об'єкти інвестування** – реальні інвестиційні проекти, об'єкти нерухомості, різноманітні фінансові інструменти (насамперед, інструменти фондового ринку), які є предметом інвестування.

**Облігація** – один з видів цінних паперів (боргових зобов'язань), згідно з яким позичальник (емітент) повинен сплатити певну суму кредиторіві (власнику) по завершенні визначеного терміну і суму щорічного доходу у вигляді фінансового або плаваючого відсотка.

**Окупність інвестицій** – процес повернення вкладених інвестиційних коштів через одержаний прибуток, амортизацію.

**Оперативне управління інвестиційним портфелем** – система заходів щодо реалізації включених у портфель інвестиційних проектів, моніторингу ефективності окремих об'єктів реального й фінансового інвестування та підготовки рішень про поточне коригування портфеля (шляхом «виходу» з окремих інвестиційних програм і продажу окремих фондових інструментів).

**Операційна діяльність підприємства** – основна діяльність та інші види діяльності, що не є інвестиційною або фінансовою, спрямована на продаж продукції, надання послуг або виконання робіт.

**Оптимальна структура капіталу** – це таке співвідношення використання власних і позичених коштів, при якому забезпечується ефективна

пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності й коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

**Оптимізація інвестиційного портфеля** – формування портфеля реальних і фінансових інвестицій за обраним інвестором критерієм співвідношення доходності, ризику та ліквідності з використанням портфельної теорії.

**Опціон** – вид біржової угоди з премією, яка сплачується за право продавати або купувати в терміни передбачені опціонним контрактом строку дії цінного папера, реальний товар або ф'ючерсний контракт в обумовленій кількості за раніше оговореною ціною.

**Організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту** – це сукупність внутрішніх підрозділів, які забезпечують розроблення і прийняття управлінських рішень за певними аспектами інвестиційної діяльності підприємства та відповідають за прийняті рішення.

**Очікуваний ризик портфеля** – сполучення стандартних відхилень (дисперсії) активів, які входять до його складу.

**Ощадні сертифікати** – це письмове свідоцтво кредитної установи (банку) про депонування грошових коштів, що засвідчує право вкладника на одержання по закінченні встановленого терміну депозиту і процентів з нього.

**Період нарахування** – загальний період часу, протягом якого здійснюється процес нарощення або дисконтування вартості грошових коштів.

**Період окупності** – кількість часу, необхідна для покриття витрат на той чи інший проект або для повернення коштів, укладених підприємством за рахунок коштів, одержаних у результаті основної діяльності по цьому проекту.

**Період окупності** – показник ефективності інвестицій, який характеризує термін, протягом якого вони повертаються повністю. Цей показник розраховується шляхом ділення загальної суми інвестицій на середньорічний грошовий потік, приведений до реальної вартості.

**Підприємницький ризик** – це ступінь невизначеності доходів від підприємницької діяльності, під якою розуміють будь-які види діяльності, пов'язані з виробництвом та реалізацією товарів і наданням різного роду послуг.

**Підприємство як об'єкт стратегічного інвестиційного управління** – це відкрита комплексна система, яка інтегрує всі напрями і форми інвестиційної діяльності різних його структурних підрозділів.

**Платіжний календар** – це інструмент оперативного планування фінансової діяльності підприємства, який відображає поточні надходження та виплати коштів підприємства за певний період.

**Позикові джерела фінансування інвестицій** – грошові ресурси, отримані в позику на певний термін і підлягають поверненню з сплатою відсотка. Позикові джерела включають: кошти, отримані від випуску облігацій, інших боргових зобов'язань, а також кредити банків, інших фінансово-кредитних інститутів, держави.

**Позичальник** – суб'єкт інвестиційної діяльності з дефіцитом бюджету.

**Показник поточної ліквідності** – основний показник ліквідності активів компанії (фірми), який характеризує відношення всіх поточних активів до всіх поточних зобов'язань.

**Політика формування інвестиційних ресурсів** – це частина загальної інвестиційної стратегії підприємства, що полягає в забезпеченні необхідного рівня самофінансування його інвестиційної діяльності й найбільш ефективних форм залучення позикового капіталу з різних джерел для здійснення інвестицій.

**Попередній метод нарахування відсотку** (пренумерандо або антисипативний) – розрахунок платежів, за яким нарахування відсотку здійснюється на початку кожного часового інтервалу.

**Портфель** – сукупність зібраних воедино різних інвестиційних цінностей (цінних паперів і інших фінансових активів), що слугують інструментом для досягнення конкретних інвестиційних завдань і цілей.

**Портфель доходу** – інвестиційний портфель, який сформовано за критерієм максимізації поточного доходу незалежно від показників росту капіталу та рівня ризику.

**Портфель фінансових інвестицій** – цілеспрямовано сформована сукупність фінансових інструментів, що призначені для здійснення фінансового інвестування підприємства згідно з розробленою інвестиційною політикою.

**Портфель цінних паперів** – частина сукупного інвестиційного портфеля підприємства, що складається з придбаних фондових інструментів (акцій, облігацій, сертифікатів тощо).

**Портфельна інвестиційна стратегія** – це стратегія підприємства, яка дозволяє максимізувати інвестиційний прибуток (при достатньому зниженні рівня інвестиційного ризику) за рахунок правильного співвідношення підрозділів міжгалузевих напрямів.

**Портфельна теорія** – теорія інвестиційного менеджменту, яка базується заснована на статистичних методах визначення оптимальності сформованого інвестиційного портфеля за обраним критерієм співвідношення доходності і ризику. Ця теорія включає такі основні розділи: 1) оцінка інвестиційних якостей об'єктів інвестування; 2) формування інвестиційних рішень; 3) оптимізація портфеля; 4) сукупна оцінка портфеля за співвідношенням доходності і ризику.

**Премія за ліквідність** – додатковий доход, який виплачується (чи передбачений до виплати) інвестору з метою відшкодування його ризиків, пов'язаних з низькою ліквідністю об'єктів інвестування. Розмір премії залежить від рівня ліквідності інвестицій.

**Премія за ризик** – додатковий доход, який виплачується (чи передбачений до виплати) інвестору понад безризикового рівня інвестицій. Розмір премії залежить від рівня ризику й визначається за допомогою моделі «лінії надійності ринку».

**Прибутковість (доходність) інвестицій** – показник, що характеризує відношення середньорічної суми чистого прибутку до обсягу інвестицій. Він показує роль прибутку у формуванні загальної доходності інвестицій.

**Прибуток на акцію** – відношення річного балансового прибутку до загальної кількості акцій.

**Приток грошових коштів** – величина грошових надходжень за певний період.

**Проект** – це комплекс взаємопов'язаних заходів, розроблений для досягнення певних цілей протягом заданого часу при встановлених ресурсних обмеженнях.

**Простий відсоток** – сума доходу, що нараховується до основної суми капіталу в кожному інтервалі, за якою подальші розрахунки платежів не здійснюються.

**Процес розроблення інвестиційної стратегії** – це важлива складова частини загальної системи стратегічного вибору підприємства, основним елементом якого є місія, загальні цілі розвитку, система функціональних стратегій у розрізі окремих видів діяльності, способи формування і розподілу ресурсів.

**Прямі інвестиції** – інвестиції, за якими вкладення капіталу в об'єкти інвестування здійснюється інвестором самостійно, без допомоги фінансових посередників.

**Реальна ставка процента** – ставка процента, яка встановлюється з урахуванням зміни купівельної спроможності грошей у зв'язку з інфляцією.

**Реальні інвестиції** – це вкладення коштів у реальні активи як матеріальні (виробничі, основні та оборотні фонди, будівлі, споруди, обладнання, товарно-матеріальні цінності), так і нематеріальні (патенти, ліцензії, «ноу-хау», технічна, науково-практична, інструктивна, технологічна, проектно-кошторисна й інша документація).

**Регіональна інвестиційна політика** – це система заходів на рівні регіону, що передбачає мобілізацію інвестиційних ресурсів та визначення напрямків ефективного й раціонального їх використання з урахуванням інтересів регіону й інвесторів.

**Рейтингова оцінка цінних паперів** – система оцінки інвестиційних якостей конкретного цінного паперу, що обертається на фондовому ринку, з присвоєнням йому певного оціночного індексу.

**Реінвестування** – переміщення капіталу з одних активів у інші, ефективніші.

**Рентабельність активів** – відношення річного балансового прибутку до вартості активів підприємства.

**Рентабельність акціонерного капіталу** – відношення річного балансового прибутку до суми статутного фонду.

**Рентабельність продаж** – відношення балансового прибутку до річного обсягу продажу.

**Ризик** – атрибут прийняття рішень у ситуації невизначеності; можливість виникнення в ході реалізації проекту таких умов, які призведуть до негативних наслідків для всіх або окремих учасників проекту.

**Ризик інфляції** – ризик, пов'язаний зі знеціненням доходу від інвестицій у зв'язку з інфляцією. В умовах прогнозування цього виду ризику інвестор може вимагати додаткового доходу у вигляді інфляційної премії.

**Ризик ліквідності** – особлива форма ризику, пов'язана з низькою ліквідністю об'єктів інвестування чи з тривалим періодом інвестиційного процесу. За наявності такого ризику інвестор може вимагати додаткового доходу у вигляді премії за ліквідність.

**Ризик утрати доходу** – один з рівнів ризику, який називається «критичним»; його критерієм є можливість утрати очікуваної суми валового доходу за об'єктом інвестування, що розглядається.

**Ризик утрати капіталу** – найвищий рівень ризику, який називається «катастрофічним»; його критерієм є можливість утрати всіх власних активів у результаті банкрутства.

**Ризик утрати прибутку** – рівень ризику, який називається «допустимим»; його критерієм є можливість утрати очікуваного чистого прибутку.

**Ризиковий капітал** – особлива форма вкладення капіталу з високим рівнем ризику в розрахунку на швидке одержання високої норми доходу. Компанії (фірми) – об'єкти такого інвестування – називаються «венчурними» (ризиковими).

**Ризиковий портфель** – агресивний інвестиційний портфель з високим загальним рівнем ризику.

**Ринкова ціна** – ціна, що складається на ринку (в тому числі інвестиційному) в умовах вільного ціноутворення під безпосереднім впливом попиту і пропозиції.

**Ринок капіталу** – сегмент фінансового ринку, на якому продаються-купуються кредитні ресурси та окремі частки капіталу акціонерних товариств з терміном більше одного року.

**Ринок цінних паперів (фондовий ринок)** – сегмент інвестиційного ринку, на якому продаються-купуються цінні папери. Розрізняють організований (фондова біржа) та неорганізований (“вуличний”) ринок цінних паперів.

**Рівень доходності інвестиційної програми** – це показник, який визначається на основі загального показника чистої теперішньої вартості або чистого інвестиційного доходу за всіма включеними в неї інвестиційними проектами.

**Рівень ризику інвестиційної програми** – це показник, який визначається шляхом розрахунку коефіцієнта варіацій за певною програмою (за очікуваним рівнем варіабельності показників чистого грошового потоку або чистого інвестиційного прибутку).

**Санація** – система заходів, спрямованих на попередження банкрутства підприємства у разі його неплатоспроможності.

**Селенг** – один з видів залучених джерел фінансування інвестицій, який передбачає передання власникам (юридичним та фізичним особам) прав використання й розпорядження їх майном за визначену плату. Таким майном можуть бути будівлі, споруди, устаткування, сировина, матеріали, кошти, цінні папери, а також продукти інтелектуальної праці.

**Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту** – система цілеспрямовано сформованих відповідних показників для використання в процесі прийняття і реалізації управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності підприємства.

**Система оперативного планування інвестиційної діяльності підприємства** – це планування роботи на короткі проміжки часу (в межах одного року з поділом на квартали й місяці), в процесі якого деталізуються плани підрозділів та служб підприємства (аж до окремих робочих місць) і відбувається



їх коригування у зв'язку зі зміною обставин, які не були передбачені при складанні тактичних інвестиційних планів.

**Система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту** – взаємопов'язана сукупність внутрішніх структурних підрозділів підприємства, які забезпечують розробку й прийняття управлінських рішень з різних аспектів інвестиційної діяльності й несуть відповідальність за результати цих рішень.

**Систематичний (ринковий) ризик** – ризик, пов'язаний зі змінами інвестиційного клімату в країні, кон'юнктури інвестиційного ринку. Він виникає для всіх учасників інвестиційної діяльності і форм інвестування.

**Складний відсоток** – сума доходу, що нараховується в кожному інтервалі, але не виплачується, а приєднуються до основної суми капіталу, і в подальшому платіжному періоді ця сума приносить доход.

**Спеціальна (вільна) економічна зона** – територія, в межах якої відповідним законодавством встановлюється та діє сприятливий для учасників інвестиційної діяльності спеціальний правовий режим.

**Співвідношення ризику й доходу** – показник, що співвідносить рівень інвестиційного ризику й інвестиційного доходу та вимірюється за допомогою коефіцієнта варіації й моделі «лінії надійності ринку». Використовується при оцінюванні та формуванні інвестиційного портфеля чи окремих інвестиційних проектів.

**Спільне інвестування** – діяльність, яка здійснюється в інтересах і за рахунок засновників та учасників інвестиційного фонду (частково – інвестиційною компанією) шляхом випуску інвестиційних сертифікатів і проведення комерційної діяльності із цінними паперами.

**Стратегічний інвестиційний центр** – це самостійна структурна одиниця підприємства (організації), яка спеціалізується на виконанні окремих функцій чи напрямів інвестиційної діяльності, що забезпечує ефективну господарську діяльність окремих стратегічних сфер господарства і підприємства в цілому.

**Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства** – це надані у формалізованому вигляді бажані параметри його стратегічної інвестиційної позиції (за окремими етапами реалізації стратегії), що дозволяють спрямовувати цю діяльність у довгостроковій перспективі та оцінити її результати.

**Страхова сума** – сума, на яку застрахувався інвестор за певним видом страхування.

**Страховання** – вид діяльності, заснований на залученні коштів юридичних та фізичних осіб, які використовуються для грошового відшкодування отриманих ними збитків при наявності страхового випадку у відповідності до прийнятих зобов'язань.

**Суб'єкт інвестиційної діяльності** – сукупність фізичних та юридичних осіб, що є учасниками фінансово-економічних відносин, пов'язаних з процесом нагромадження, вкладення капіталу в усіх його формах, з метою одержання прибутку.

**Тендер** – різновид торгів, у тому числі міжнародних, об'єктами яких є підряди на будівництво окремих реальних інвестиційних проектів, виконання комплексів і окремих видів будівельно-монтажних робіт, виконання комплексу пусконаладжувальних робіт, постачання комплексного технологічного

устаткування, об'єкти приватизації, концесії на розробку родовищ корисних копалин і т. ін.

**Теперішня вартість грошей** – сума майбутніх грошових коштів, приведених з урахуванням певної ставки відсотка до теперішнього часу, вартість грошей у поточному періоді в разі їх зворотного перерахунку з майбутньої вартості.

**Термін окупності** – мінімальний часовий інтервал (від початку здійснення проекту), за межами якого інтегральний ефект стає і надалі залишається невід'ємним.

**Термін окупності інвестицій (Payback Period, PBP)** – це час, протягом якого грошовий потік, одержаний інвестором від утілення проекту, досягає величини вкладених у проект фінансових ресурсів.

**Техніко-економічне обґрунтування** – це комплект розрахунково-аналітичних документів, що відображають вихідні дані по проекту, основні технічні, технологічні, розрахунково-кошторисні, оціночні, конструктивні, природоохоронні рішення, на основі яких можна можливо визначити ефективність і соціальні наслідки проекту.

**Тип портфеля** – це його інвестиційна характеристика, заснована на співвідношенні прибутку і ризику.

**Точка (поріг) безбитковості** – графічне зображення стану господарської діяльності підприємства, що показує, при якому обсязі цієї діяльності чистий доход від реалізації продукції (товарів, послуг) дорівнює сумі поточних постійних і змінних затрат (тобто досягається безбиткова діяльність).

**Управління інвестиційним портфелем** – це діяльність щодо його формування й підтримки з метою досягнення поставлених інвестором перед портфелем цілей при збереженні необхідного рівня його ліквідності й мінімізації витрат, пов'язаних з ним.

**Учасники інвестиційної діяльності** – фізичні та юридичні особи, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень чи на основі доручення інвестора.

**Фінансова діяльність** – це діяльність, результатом якої є зміни у розмірі й складі власного капіталу й позикових коштів підприємства – отримання і повернення ресурсів акціонерів і позик кредиторів.

**Фінансове посередництво** – процес перетворення прямих фінансових зобов'язань з визначеними характеристиками в інші зобов'язань і з іншими характеристиками.

**Фінансові інвестиції** – вкладення коштів підприємства у різноманітні фінансові інструменти (активи), серед яких найбільш значну частину становлять цінні папери.

**Фінансові інструменти** – об'єкти інвестування, які є різноманітними типами фінансових зобов'язань: депозитні вклади, ощадні сертифікати, акції, облігації, інвестиційні сертифікати тощо.

**Фінансові посередники** – інвестиційно-кредитні інститути, які акумулюють кошти індивідуальних інвесторів і використовують їх для інвестування чи кредитування. Фінансові посередники поділяються на три інституційні групи: 1) інвестиційні; 2) банківські; 3) страхові. Інвестиційні

інститути фінансових посередників представлені інвестиційними фондами, інвестиційними компаніями, трастовими компаніями (довірчими товариствами). Основні інвестиційні інститути – інвестиційні фонди та інвестиційні компанії – залучають грошові кошти шляхом випуску власних цінних паперів – інвестиційних сертифікатів.

**Фінансування інвестицій** – забезпечення інвестиційної діяльності необхідними коштами з різних джерел.

**Фондова біржа** – організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами.

**Форми інвестицій** – способи здійснення інвестицій в різні об'єкти. Розрізняють реальні й фінансові інвестиції, державні й приватні, прямі й непрямі, короткострокові й довгострокові.

**Формування інвестиційних ресурсів** – процес залучення капіталу в усіх його формах з різних джерел для здійснення інвестицій.

**Форс-мажор** – термін, що характеризує обставини нездоланної сили (пожар, стихійні лиха, військові дії і т.п.), при наявності якої виконання зобов'язань за контрактом будь-яким контрагентом неможливе ні повністю, ні частково.

**Хеджування** – це процес страхування інвестиційного ризику від можливих збитків шляхом переносу ризику зміни ціни з однієї особи на іншу, що здійснюється через укладення контракту, який призначений для страхування ризиків зміни цін – *хеджа* – між стороною, що страхує ризик (хеджером), та стороною, що перебирає ризик на себе (спекулянт). Предметом контракту можуть бути різні активи – товари, валюта, акції, облігації тощо.

**Центр інвестицій** – структурний підрозділ підприємства, керівник якого несе повну відповідальність за використання виділених йому інвестиційних ресурсів і одержання запланованого інвестиційного доходу.

**Цикл проекту** – це певна схема або алгоритм, за допомогою якого відбувається встановлення певної послідовності дій при розробці та реалізації проекту.

**Цільовий інвестиційний прибуток** – попередньо встановлений розмір чистого прибутку відносно вкладеного капіталу, який є критерієм оцінювання ефективності інвестицій.

**Цінні папери** – це грошові документи, що засвідчують право володіння грошима, визначають відносини між особою, яка їх випустила, і їхнім власником, крім того, вони передбачають можливість виплати доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також передачу грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам.

**Чиста теперішня (поточна) вартість (Net Present Value, NPV)** – це дисконтовану цінність проекту (поточну вартість доходів або вигід від зроблених інвестицій) та дорівнює різниці приведеними до теперішньої вартості сумою чистого грошового потоку за період експлуатації інвестиційного проекту та сумою інвестиційних витрат на його реалізацію.

**Чисті активи на акцію** – відношення суми статутного фонду, дебіторської заборгованості й річного балансового прибутку до загальної кількості акцій.

*Чисті інвестиції* – сума валових інвестицій, зменшена на суму амортизаційних відрахувань у даному періоді.

## **Список рекомендованої літератури**

### *Базова*

1. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2008. – 544 с.
2. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента: в 2-х т. / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр: Эльга, 2001. – Т. 1 – 536 с.; Т. 2 – 512 с.
3. Бланк І.О. Інвестиційний менеджмент: опорний конспект лекцій / І.О. Бланк, Н.М. Гуляєва. – К. : КДТЕУ, 2003.
4. Гриньова В.М. Інвестиційний менеджмент: Навчальний посібник / В.М. Гриньова, В.О. Коюда, Т.І. Лепейко, О.П. Коюда, Ю.М. Великий. – Харків: ВД «ІНЖЕК», 2005. – 664 с.
5. Гуторов О.І. Інвестування: Навчальний посібник / О.І. Гуторов. Харк. нац. аграр. ун-т. – Х., 2003. – 293 с.
6. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. / В.В. Ковальов. – 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 512 с.
7. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: Навчальний посібник. / Т.В. Майорова. – К.: «Центр навчальної літератури», 2004. – 376 с.
8. Пересада А. А. Основы инвестиционной деятельности. – К. : ЦНЛ, 2006. – 248с.
9. Пересада А.А. Інвестування: навч.-метод. посібник / А.А. Пересада, О.О. Смірнова, С. В. Онікієнко. – К.: КНЕУ, 2001. – 251 с.
10. Пономаренко В.С. Реальне інвестування суб`єктів господарювання: Навч. посібн. / В.С. Пономаренко, О.М. Ястремська. – Харків: ХДЕУ, 2000. – 168 с.
11. Портфельне інвестування: навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В.Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
12. Савчук В.П. Анализ и разработка инвестиционных проектов: учебное пособие / В.П. Савчук, С.И. Прилипко, Е.Г. Величко– К.: Абсолют-В, Эльга, 2003. – 304 с.
13. Управление инвестициями: В 2-х томах / Под ред. В.В. Шеремета. – М.: Высш. школа, 1998. – Т. 1 – 416 с.; Т. 2 – 512 с.
14. Управление инвестициями: пособие для предпринимателя / Под ред. А. Д. Шеремет. – М. : Инфра-М, 2007. – 380 с.
15. Федоренко В. Г. Інвестиційний менеджмент: навч. посіб. / В. Г. Федоренко. – 2-ге вид., доп. – К. : МАУП, 2007. – 280 с.
16. Холт Р., Барнес С. Планирование инвестиций : пер. с англ. – М. : «Дело» ЛТД, 2004. – 275 с.

17. Черваньов Д.М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: Навч. посібн. / Д.М. Черваньов. – К.: Знання-Прес, 2003. – 622 с.

18. Шарп Ф., Александер Г., Бейли Д. Инвестиции: пер. с англ / Ф. Шарп, Г. Александер, Д. Бейли. – М. : ИНФРАМ, 2007. – 560 с.

### *Допоміжна*

19. Беренс В. Руководство по оценке эффективности инвестиций: пер. с англ. / В. Беренс, П. Хавранек. – М. : АОЗТ «Интерэксперт» : ИНФРА-М, 2005. – 348 с.

20. Богатин Ю.В. Инвестиционный анализ: учеб. пособ. / Ю.В. Богатин, В.А. Швандар. – М.: КНИГИ ДАНА, 2007. – 286 с.

21. Борщ Л. М. Інвестиції в Україні: стан, проблеми і перспективи / Л. М. Борщ. – К.: Знання, 2002. – 318 с.

22. Бочаров В. В. Инвестиции / В. В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2002. – 288 с.

23. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений / М. Бромвич. – М., 2006. – 432 с.

24. Василенко В.О. Інноваційний менеджмент: навч. посіб. / В.О. Василенко, В.Г. Шматько [ за ред. В.О.Василенко ]. – К.: ЦУЛ: Фенікс, 2003. – 440 с.

25. Виленский П.И. Оценка эффективности инвестиционных проектов / П.И. Виленский. – М.: Альпина-Бизнес, 2002. – 293 с.

26. Данілов О. . Інвестування: навч. посіб. / О.Д. Данілов. – К.: Комп'ютерпрес, 2001. – 364 с.

27. Денисенко М.П. Основи інвестиційної діяльності: підруч. / М.П. Денисенко. – К.: Алерта, 2003. – 338 с.

28. Игонина Л.Л. Инвестиции: уч. пособ. / Л. Л. Игонина ; [ под ред. проф. В. А. Слепова ] – М.: Юрист, 2002. – 480 с.

29. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 144 с.

30. Колтынюк Б. А. Рынок ценных бумаг : учебник. – СПб. : Изд-во В.А. Михайлова, 2009. – 320 с.

31. Колтынюк Б.А. Инвестиционные проекты: конспект лекций. – СПб. : Издво В.А. Михайлова, 2009. – 350 с.

32. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неклассические основы теории финансов : пер. с нем. – СПб. : Питер, 2004. – 450 с.

33. Лахметкина Н.П. Ивестиционная стратегия предприятия: учеб. пособие / Н.П. Лахметкина. – М. : КноРус, 2006.

34. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов // Рук. авт. кол. В. В. Косов, В. Н. Лившиц, А. Г. Шахназаров – М. : Экономика, 2005. – 230 с.

35. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ : пер. с англ. – М.: Дело, 2009. – 245 с.

36. Пересада А.А. Управління інвестиційним процесом: монограф. / А.А. Пересада. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.

37. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов по созданию стоимости : пер. с англ. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 260 с.
38. Татаренко Н.О. Теорії інвестицій: навч. посіб. / Н.О. Татаренко, А.М. Поручник. – К.: КНЕУ, 2007. – 160 с.
39. Управление проектами / Под ред. Шапиро. – М. : ИНФРА-М, 2008. – 320 с.
40. Щукін Б. М. Інвестиційна діяльність : метод. посіб. / Б. М. Щукін. – К. : МАУП, 2008. – 68 с.

### *Інтернет джерела*

41. Офіційний сайт Верховної Ради України – <http://www.rada.gov.ua>
42. Офіційний сайт Кабінету міністрів України. – <http://www.min.gov.ua>
43. Офіційний сайт Державної служби статистики України – <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
44. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку – <http://www.ssmc.gov.ua/>
45. Офіційний сайт Національного Депозитарію України – <http://www.ndu.gov.ua/>
46. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку – <http://www.ssmc.gov.ua/>
47. Офіційний веб-сайт Міністерства економічного розвитку і торгівлі України – <http://www.me.gov.ua/>.
48. «УКРІНФОРМ: БІЗНЕС - НОВИНИ» – <http://info.dinau.com.ua>
49. Ukraine Business & Economy – <http://www.oon.com.ua>
50. «Електронні вісті» – <http://www.elvisti.com>
51. Газети країн світу – <http://www.dds.ni>
52. Преса Росії – <http://www.online.ru>
53. Преса України – <http://www.brama.com/news/ukr.html>
54. Financial Times – <http://www.ft.com>
55. Wall Street Journal (only with paid subscription) – <http://www.wsj.com>
56. New York Times (Information About) – <http://www.nytimes.com>
57. Вісник Національного банку України – <http://www.bank.gov.ua>
58. Європа – <http://www.eur.ru>
59. Комп&ньюн – <http://www.maximum.com.ua>
60. Всесвітній банк – <http://www.worldbank.org>
61. Європейський Союз – <http://www.europa.eu.int>
62. Міжнародний валютний фонд (МВФ) – <http://www.imf.org>
63. Сайт «Корпоративные финансы» – <http://www.cfin.ru>
64. Сайт журналу «GAAP & IAS» – <http://www.gaap.ru>
65. Банківські новини – <http://www.banker.com.ua>
66. Журнал «Бизнес» – <http://www.business.ua>
67. Журнал «Експерт-Украина» – <http://www.expert.ua>
68. Газета «Деловая Столица» – <http://www.dsnews.com.ua>
69. Газета «Коммерсант Украина» – <http://www.kommersant.ua>

70. Журнал «Компаньон» – <http://www.companion.ua>  
71. Газета «Контракты" <http://www.kontrakty.com.ua> –  
72. «Украинская инвестиционная газета» – <http://www.investgazeta.net> –  
73. Українська мережа новин «Korrespondent.net» –  
<http://www.korrespondent.net>