К.О. Тюлькіна

О.В. Жавнерчик

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ
УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ЕКОЛОГІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

К.О. Тюлькіна, О.В. Жавнерчик

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Конспект лекцій

Одеса
"ТЭС" – 2012

ББК 65.05
Т 98
УДК 658.152

Друкується за рішенням Вченої ради Одеського державного екологічного університету (протокол № __ від _____ р.).

Т 98 Тюлькіна К.О., Жавнерчик О.В.
Інвестиційний менеджмент: Конспект лекцій. - Одеса: Вид-во "ТЭС", 2012. - 142 с.

В конспекті лекцій розглядаються основні поняття інвестиційного менеджменту, методологія інвестиційного аналізу. Приділена увага сучасним аспектам здійснення інвестиційної діяльності, розробленню інвестиційної стратегії, формуванню портфеля фінансових і реальних інвестиційних проектів. Розглядаються особливості управління інвестиційним процесом та визначаються основні напрямки підвищення ефективності цього процесу з урахуванням особливостей української економіки.

Конспект лекцій призначений для студентів денної та заочної форми навчання.

© Одеський державний
екологічний університет, 2012

ЗМІСТ

Передмова		3
1	Поняття інвестицій і інвестиційного менеджменту	4
2	Методологічні засади та методичний інструментарій інвестиційного менеджменту	18
3	Інвестиційний ринок, його оцінка і прогнозування	31
4	Розроблення стратегічних напрямків інвестиційної діяльності підприємства	43
5	Розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства	51
6	Основи бюджетування капітальних вкладень	62
7	Методи оцінки ефективності реальних інвестиційних та інноваційних проектів	71
8	Урахування ризику при формуванні інвестиційних проектів	79
9	Концепція та методичний інструментарій урахування фактору ліквідності реальних інвестиційних проектів	91
10	Формування оптимальних програм реальних інвестицій підприємства	97
11	Політика управління фінансовими інвестиціями підприємства	109
12	Оцінка ефективності та ризиків фінансових інструментів інвестування	119
Основні терміни і поняття		132
Рекомендована література		142

ПЕРЕДМОВА

В умовах глобалізації важливою складовою конкурентної політики є управління інвестиційною діяльністю, від якої залежать конкурентні переваги країни, галузі, окремого підприємства. Безпосередній зв'язок між інвестиційним і економічним зростанням є очевидним і реалізується впровадженням дієвих організаційно-економічних механізмів інвестиційного менеджменту. Успішність інвестиційної діяльності залежить від правильних, своєчасних і послідовних управлінських рішень, досвідченості і професіоналізму фахівців, забезпеченості необхідними ресурсами, інформацією та державною підтримкою.

Конспект лекцій призначений для студентів спеціальності «Менеджмент організацій і адміністрування» усіх форм навчання.

Метою вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» є формування знань і навичок із розроблення інвестиційної стратегії підприємства, аналізу інвестиційної привабливості проектів, методів оцінки їх ефективності, ризиків, ліквідності, формування інвестиційного фінансового портфеля та програм реальних інвестицій підприємства.

В результаті вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» студенти повинні знати: суть та механізм інвестування, а також сукупність відносин, що виникають у сфері інвестиційної діяльності; основні категорії інвестиційного менеджменту; формування інвестиційної стратегії підприємства, організацію та оцінювання інвестиційної діяльності на підприємстві; функції управління інвестиціями та процесами прийняття інвестиційних рішень, методи використання базових інструментів комплексної оцінки ефективності інвестиційних проектів; методики оцінювання та здійснення відбору інвестиційних проектів за різними критеріями ефективності; вплив різноманітних факторів на ефективність інвестиційної діяльності підприємства; практику використання фінансових інструментів для залучення інвестицій.

Після вивчення дисципліни студенти повинні вміти: оцінювати та аналізувати інвестиційний клімат держави та інвестиційну політику, що проводиться у країні; оцінювати та прогнозувати інвестиційну привабливість окремих регіонів та галузей; розробляти стратегію інвестиційної діяльності підприємства та оцінювати рівень її ефективності; володіти методичним інструментарієм оцінки суми грошей у часі, інфляції, розрахунку критеріїв ефективності інвестиційних проектів; розробляти, приймати та реалізовувати інвестиційні рішення; оцінювати ефективність фінансових інвестицій.

Таким чином, після вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» студенти повинні набути навички щодо використання одержаних знань на практиці при здійсненні інвестиційного аналізу, розроблення стратегії і тактики інвестиційного менеджменту.

ТЕМА 1
ПОНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙ І ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

1.1. Економічний зміст інвестицій.
1.2. Класифікація інвестицій.
1.3. Сутність і завдання інвестиційного менеджменту.
1.4. Функції і механізми інвестиційного менеджменту.

1.1. Економічний зміст інвестицій.

Виробнича й комерційна діяльність підприємств і корпорацій пов'язана з обсягами й формами здійснюваних інвестицій. Термін інвестиції походить від латинського слова «invest», що означає «вкладати».

У більше широкому трактуванні вони виражають вкладення капіталу з метою його наступного збільшення. При цьому приріст капіталу, отриманий у результаті інвестування, повинен бути достатнім, щоб компенсувати інвесторові відмову від наявних коштів на споживання в поточному періоді, винагородити його за ризик і відшкодувати втрати від інфляції в майбутньому періоді.

Інвестиції виражають всі види майнових і інтелектуальних цінностей, які вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності, в результаті чого утворюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект. *Інвестиційна діяльність* - вкладення інвестицій і здійснення практичних дій для одержання прибутку або іншого корисного ефекту.

Інвестиції в активи підприємства відображаються в лівій стороні бухгалтерського балансу, а джерела їхнього фінансування - в правій (у пасиві балансу). Вони можуть направлятися в капітальні, нематеріальні, оборотні й фінансові активи. Останні виступають у формі довгострокових і короткострокових фінансових вкладень.

Інвестиції в основний капітал (основні кошти) здійснюються в формі капітальних вкладень і містять у собі витрати на нове будівництво, розширення, реконструкцію й технічне переозброєння діючих підприємств, придбання встаткування, інструмента й інвентарю, проектної продукції й інші видатки капітального характеру. Капітальні вкладення нерозривно пов'язані з реалізацією інвестиційних проектів. *Інвестиційний проект* - обґрунтування економічної доцільності, обсягу й строків проведення капітальних вкладень, включаючи необхідну документацію, а також опис практичних дій по здійсненню інвестицій (бізнес-план).

Джерела фінансування інвестицій (пасив балансу) - власні (нерозподілений прибуток) і залучені кошти (кредити банків, позики юридичних осіб, аванси, отримані від замовників проектів).

В ролі інвесторів виступають юридичні особи (підприємства й організації), держава, громадяни, іноземні юридичні й фізичні особи.

Авансується капітал в різних формах:

1) амортизаційні відрахування й чистий прибуток (що залишився після оподаткування підприємств (фірм));

2) грошові ресурси комерційних банків, страхових компаній і інших фінансових посередників;

3) фінансові ресурси держави, мобілізовані в рамках бюджетної системи;

4) заощадження населення;

5) професійні здібності й навички до праці, а також здоров'я та час вкладника (підприємця).

До 1991 року у вітчизняній літературі поняття «інвестиції» підмінялося поняттям «капітальні вкладення», тобто ці категорії ототожнювалися. До того ж і щодо визначення категорії «капітальні вкладення» не було однозначної думки. Зазвичай під ними розумілися вкладення коштів у відтворення основних фондів. Але зустрічалися й такі думки, що це витрати тільки на розширене відтворення основних фондів або, що це витрати не тільки грошових ресурсів, а й праці та матеріально-технічних ресурсів. У сучасній західній літературі, навпаки, часто під інвестиціями розуміються вкладення виключно в цінні папери. Наприклад, такі фундаментальні праці, як «Основи інвестування» Л.Дж. Гітмана і М.Д. Джонка та «Інвестиції» У. Шарпа цілком присвячені дослідженню цієї проблеми. Існування такого визначення пояснюється широким розвитком фондового ринку в цих країнах.

Розуміння інвестицій як вкладень тільки в основні фонди або тільки в цінні папери є надто вузьким і не розкриває сутності цієї економічної категорії. Інвестиції можуть здійснюватися в будь-які фінансові та реальні активи.

Таким чином, можна визначити характерні неточності, що допускаються окремими авторами при трактуванні терміна «інвестиції». *По-перше,* до них часто відносять «споживчі» інвестиції громадян (покупка побутової техніки, автомобілів, нерухомості й т.д.). Такі інвестиції не приводять до зростання капіталу й одержання прибутку.

По-друге, зустрічається ототожнення термінів «інвестиції» і «капітальні вкладення». Капітальні вкладення - форма інституціональної діяльності підприємств, пов'язана з авансуванням коштів в основний капітал. Інвестиції ж можуть здійснюватися в нематеріальні й фінансові активи.

По-третє, у багатьох визначеннях відзначається, що інвестиції є вкладенням коштів. На практиці так буває не в усіх випадках. Інвестування може здійснюватися й в інших формах, наприклад внесків у статутний капітал підприємств рухомого й нерухомого майна, цінних паперів, програмного продукту й ін.

По-четверте, у ряді визначень підкреслюється, що інвестиції — це довгострокове вкладення коштів. Основу інвестування становить вкладення

коштів у реальний сектор економіки, тобто в основний і оборотний капітал підприємств і корпорацій.

Головними етапами інвестування є:

1. Перетворення ресурсів у капітальні витрати, тобто процес трансформації інвестицій у конкретні об'єкти інвестиційної діяльності;

2. Перетворення вкладених коштів у приріст капітальної вартості, що характеризує кінцеве споживання інвестицій і одержання нової споживчої вартості (будинків, споруджень і т.д.);

3. Приріст капітальної вартості у формі прибутку, тобто реалізується кінцева мета інвестування.

Таким чином, початковий і кінцевий ланцюжки замикаються, утворюючи новий взаємозв'язок: дохід-ресурси-кінцевий результат (ефект), тобто процес нагромадження повторюється.

Процеси вкладення капіталу й одержання прибутку можуть відбуватися в різній тимчасовій послідовності. При *послідовному* перетіканні цих процесів прибуток реалізується відразу після здачі готового об'єкта в експлуатацію й виходу його на проектну потужність, як правило, у межах до одного року. Наприклад, установка нової технологічної лінії на діючому підприємстві.

При *паралельному* їхньому перетіканні одержання прибутку можливо до повного завершення будівництва нового підприємства. Наприклад, при введенні в експлуатацію першої черги (цеху або пускового комплексу).

При *інтервальному* перетіканні процесів вкладення капіталу й одержання прибутку між періодом завершення будівництва підприємства й реалізацією прибутку проходить тривалий час (кілька років). Тривалість тимчасового лага залежить від форм інвестування й особливостей конкретних об'єктів, а також від фінансових можливостей забудовників.

1.2. Класифікація інвестицій.

В економічній теорії і господарській практиці, що пов'язана з інвестиційним процесом підприємств, застосовується більше ста термінів, що характеризують різні види інвестицій.

1. За об'єктами вкладення капіталу розділяють реальні і фінансові інвестиції підприємства. *Фінансові інвестиції* - це вкладення коштів в різні фінансові інструменти: фондові (інвестиційні) цінні папери, спеціальні (цільові) банківські вклади, депозити, паї та ін. *Реальні інвестиції* — це вкладення у виробничі фонди (основні і оборотні). Переважно це вкладення в матеріальні активи - будівлі, обладнання, споруди і інші товарно-матеріальні цінності, а також нематеріальні активи (патенти, ліцензії, «ноу-хау», технічна, науково-практична, інструктивна, технологічна, проектно-кошторисна і інша документація), в приріст запасів товарно-матеріальних цінностей та інші об'єкти інвестування, що пов'язані із здійсненням операційної діяльності підприємства або поліпшення умов праці і побуту персоналу.

Останнім часом в економічній літературі визначалась нова - інноваційна форма інвестицій (вкладення в нововведення). В стабільній економіці всі інвестиції повинні бути водночас інноваціями. За умов криз можливі інвестиції на підтримку діючих технічно відсталих виробничих фондів. Інноваційна форма здебільшого складається з інтелектуальних інвестицій.

Інтелектуальні інвестиції — це вкладення в об'єкти інтелектуальної власності, що випливають з авторського права, винахідницького і патентного права, права на промислові зразки і корисні моделі.

2. За характером участі в інвестиційному процесі виділяють прямі і непрямі інвестиції. *Прямі інвестиції* мають на увазі пряму участь інвестора у виборі об'єктів інвестування і вкладенні капіталу. Звичайно прямі інвестиції здійснюються шляхом безпосереднього вкладення капіталу до статутних фондів інших підприємств. Пряме інвестування здійснюють в основному підготовлені інвестори, що мають достатньо точну інформацію про об'єкт інвестування і добре знайомі з механізмом інвестування. *Непрямі інвестиції* здійснюють інвестиційні чи фінансові посередники. Оскільки не всі інвестори мають необхідну кваліфікацію для ефективного добору об'єктів інвестування та управління інвестиціями, то певна їх частина купує цінні папери, які випускаються інвести-ційними та фінансовими посередниками. Зібрані кошти посередники вкладають у найефективніші, на їхній погляд, об'єкти інвестування, керують ними, а потім розподіляють одержаний прибуток між своїми клієнтами - інвесторами.

3. За відтворювальною спрямованістю виділяють валові, реноваційні і чисті інвестиції. *Валові інвестиції* характеризують загальний обсяг капіталу, що інвестується у відтворювання основних засобів і нематеріальних активів в певному періоді. В економічній теорії поняття валових інвестицій пов'язують, як правило, з вкладенням капіталу в реальний сектор економіки. На рівні підприємства під цим терміном часто розуміють загальний обсяг інвестованого капіталу в тому або іншому періоді. *Реноваційні* інвестиції характеризують обсяг капіталу, що інвестується в просте відтворення основних засобів і нематеріальних активів, що амортизуються. В кількісному виразі реноваційні інвестиції прирівнюються звичайно до суми амортизаційних відрахувань в певному періоді. *Чисті інвестиції* характеризують обсяг капіталу, що інвестується в розширене відтворення основних засобів і нематеріальних активів. В економічній теорії під цим терміном розуміється чисте капіталоутворення в реальному секторі економіки. В кількісному виразі чисті інвестиції є сумою валових інвестицій, зменшеною на суму амортизаційних відрахувань по всіх видах капітальних активів підприємства, що амортизуються, в певному періоді.

4. За ступенем залежності від доходів розділяють виробничі і автономні інвестиції. *Виробничі інвестиції* прямо корелюють з динамікою обсягу чистого доходу (прибутку) через механізм його розподілу на споживання і заощадження. *Автономні інвестиції* характеризують вкладення капіталу,

ініційоване дією чинників, не пов'язаних з формуванням і розподілом чистого доходу (прибутку), наприклад, технологічним прогресом, природоохоронних заходів і інших.

5. По відношенню до підприємства-інвестора виділяють внутрішні і зовнішні інвестиції. *Внутрішні інвестиції* характеризують вкладення капіталу в розвиток операційних активів самого підприємства-інвестора. *Зовнішні інвестиції* є вкладенням капіталу в реальні активи інших підприємств або у фінансові інструменти інвестування, що емітуються іншими суб'єктами господарювання.

6. За періодом здійснення виділяють короткострокові і довгострокові інвестиції підприємства. *Короткострокові інвестиції* характеризують вкладення капіталу на період до одного року. Основу короткострокових інвестицій підприємства складають його короткострокові фінансові вкладення. *Довгострокові інвестиції* характеризують вкладення капіталу на період більше одного року. Основною формою довгострокових інвестицій підприємства є його капітальні вкладення у відтворювання основних засобів. Великі інвестиційні компанії розподіляють їх на чотири види з періодом інвестування: а) до двох років; б) від двох до трьох років; в) від трьох до п'яти років; г) понад п'ять років.

7. За сумісністю здійснення розрізняють інвестиції незалежні, взаємозалежні і взаємовиключні. *Незалежні інвестиції* характеризують вкладення капіталу в такі об'єкти інвестування (інвестиційні проекти, фінансові інструменти), які можуть бути реалізовані як автономні (незалежні від інших об'єктів інвестування і що не виключають їх) в загальній інвестиційній програмі (інвестиційному портфелі) підприємства. *Взаємозалежні інвестиції* характеризують вкладення капіталу в такі об'єкти інвестування, черговість реалізації або подальша експлуатація яких залежить від інших об'єктів інвестування і може здійснюватися лише в комплексі з ними. *Взаємовиключні інвестиції* носять, як правило, аналогічний характер за цілями їх здійснення, характеру технології, номенклатурі продукції і інших основних параметрах і вимагають альтернативного вибору.

8. За рівнем прибутковості виділяють наступні види інвестицій: *Високодоходні інвестиції.* Вони характеризують вкладення капіталу в інвестиційні проекти або фінансові інструменти, очікуваний рівень чистого інвестиційного прибутку по яких істотно перевищує середню норму цього прибутку на інвестиційному ринку. *Середньодоходні інвестиції.* Очікуваний рівень чистого інвестиційного прибутку за інноваційними проектами і фінансовими інструментами інвестування цієї групи, приблизно відповідає середній нормі інвестиційного прибутку, що склався на інвестиційному ринку. *Низькодоходні інвестиції.* По цій групі об'єктів інвестування очікуваний рівень чистого інвестиційного прибутку звично значно нижче за середню норму цього прибутку. *Бездоходні інвестиції.* Вони представляють групу об'єктів інвестування, вибір і здійснення яких інвестор не пов'язує з

отриманням інвестиційного прибутку. Такі інвестиції переслідують, як правило, цілі отримання соціального, екологічного і інших видів неекономічного ефекту.

9. За рівнем інвестиційного ризику виділяють наступні види інвестицій: *Безризикові інвестиції.* Вони характеризують вкладення засобів в такі об'єкти інвестування, по яких відсутній реальний ризик втрати капіталу або очікуваного доходу і практично гарантовано отримання розрахункової реальної суми чистого інвестиційного прибутку. *Низькоризикові інвестиції.* Вони характеризують вкладення капіталу в об'єкти інвестування, ризик по яких значно нижче середньо-ринкового. *Середньоризикові інвестиції.* Рівень ризику по об'єктах інвестування цієї групи приблизно відповідає середньо ринковому. *Високоризикові інвестиції.* Рівень ризику по об'єктах інвестування цієї групи звичайно істотно перевищує середньо ринкову. Особливе місце в цій групі займають так звані спекулятивні інвестиції, що характеризуються вкладенням капіталу в самі ризикові проекти або інструменти інвестування, по яких очікується щонайвищий рівень інвестиційного доходу.

10. За рівнем ліквідності інвестиції підприємства розподіляються на наступні основні види: *Високоліквідні інвестиції.* До них відносяться такі об'єкти (інструменти) інвестування підприємства, які швидко можуть бути конвертовані в грошову форму (як правило, в строк до одного місяця) без відчутних втрат своєї поточної ринкової вартості. Основним видом високоліквідних інвестицій підприємства є короткострокові фінансові вкладення. *Середньоліквідні інвестиції.* Вони характеризують групу об'єктів (інструментів) інвестування підприємства, які можуть бути конвертовані в грошову форму без відчутних втрат своєї поточної ринкової вартості в строк від одного до шести місяців. *Низьколіквідні інвестиції.* До них відносяться об'єкти (інструменти) інвестування підприємства, які можуть бути конвертовані в грошову форму без втрат своєї поточної ринкової вартості після закінчення значного періоду часу (від півроку і вище). Основним видом низьколіквідних інвестицій є незавершені інвестиційні проекти, реалізовані інвестиційні проекти із застарілою технологією, некотировані на фондовому ринку акції окремих маловідомих підприємств. *Неліквідні інвестиції.* Вони характеризують такі види інвестицій підприємства, які самостійно реалізовані бути не можуть (вони можуть бути продані на інвестиційному ринку лише в складі, цілісного майнового комплексу).

11. За формами власності капіталу, що інвестується, виділяють приватні, державні і змішані інвестиції. *Приватні інвестиції* характеризують вкладення капіталу фізичних осіб, а також юридичних осіб недержавних форм власності. *Державні інвестиції* характеризують вкладення капіталу державних підприємств, а також засобів державного бюджету різних його рівнів і державних позабюджетних фундацій. *Змішані інвестиції* припускають

вкладення як приватного, так і державного капіталу в об'єкти інвестування підприємства.

12. За характером використання капіталу в інвестиційному процесі виділяють первинні інвестиції, реінвестиції і дезінвестиції. *Первинні інвестиції* характеризують використання знов сформованого для інвестиційних цілей капіталу як за рахунок власних, так і позикових фінансових ресурсів. *Реінвестиції* є повторним використанням капіталу в інвестиційних цілях за умови попереднього вивільнення в процесі реалізації раніше вибраних інвестиційних проектів, інвестиційних товарів або фінансових інструментів інвестування. *Дезінвестиції* є процес вилучення раніше інвестованого капіталу з інвестиційного обороту без подальшого його використання в інвестиційних цілях (наприклад, для покриття збитків підприємства). їх можна охарактеризувати як негативні інвестиції підприємства.

13. За регіональними джерелами залучення капіталу виділяють вітчизняні і іноземні інвестиції. *Вітчизняні інвестиції* характеризують вкладення національного капіталу (домашніх господарств, підприємств або державних органів) в різноманітні об'єкти інвестування резидентами даної країни. *Іноземні інвестиції* характеризують вкладення капіталу нерезидентами (юридичними або фізичними особами) в об'єкти (інструменти) інвестування даної країни.

14. За регіональною спрямованістю капіталу, що інвестується, розрізняють інвестиції на внутрішньому і міжнародному ринках. *Інвестиції на внутрішньому ринку* характеризують вкладення капіталу як резидентів, так і нерезидентів на території даної країни. *Інвестиції на міжнародному ринку* (або міжнародні інвестиції) характеризують вкладення капіталу резидентів даної країни за межами внутрішнього її ринку.

15. За галузевою спрямованістю інвестиції розділяються в розрізі окремих галузей і сфер діяльності відповідно до їх класифікатора. Така форма класифікації інвестицій пов'язана з державним регулюванням інвестиційного процесу в масштабах країни, а також оцінкою інвестиційної привабливості окремих галузей (сфер діяльності) в процесі реального і фінансового інвестування підприємства.

1.3. Сутність і завдання інвестиційного менеджменту

Комплекс питань, пов'язаних зі здійсненням інвестиційної діяльності підприємства заснований на прийнятті управлінських рішень щодо процесу інвестування. Цей комплекс питань є предметом нової області знань, що одержала назву «інвестиційний менеджмент».

В самостійну область знань інвестиційний менеджмент оформився в 50-ті роки XX сторіччя у зв'язку з інтенсивним розвитком досліджень у сфері портфельного інвестування. В теорії управління інвестиційними процесами виділяється три рівні ієрархії інвестиційного менеджменту в

національній економіці: *макрорівень* (рівень країни в цілому), *мезорівень* (рівень окремих регіонів) і *мікрорівень* (рівень окремої корпорації, фірми, підприємства).

Головне завдання теорії, що вивчає інвестиційні процеси - дослідження шляхів і напрямків їхньої активізації, розробка методології адекватної економічної оцінки інвестицій на всіх перерахованих рівнях ієрархії інвестиційного менеджменту, що дозволяє визначати і обґрунтовувати для потенційних інвесторів найбільш ефективні напрямки вкладення їх капіталів, а для учасників інвестиційного процесу, що ініціюють інвестиційні проекти та пропозиції - варіанти найбільш ефективного використання інвестицій.

Основними завданнями інвестиційного менеджменту на *макрорівні* є:

- формування й здійснення державної інвестиційної політики;
- формування нормативно-законодавчого поля інвестиційних процесів в економіці;
- формування інвестиційного клімату держави;
- визначення складу учасників інвестиційного ринку країни і правил його функціонування;
- визначення пріоритетів державної інвестиційної політики та ін.

Для визначення пріоритетів інвестиційних потоків, що є одним з головних завдань інвестиційного менеджменту на макрорівні національної економіки, необхідний прогноз розвитку інвестиційної сфери на її шляху до ринку. Це доцільно принаймні по трьох причинах: *По-перше,* інвестиційна сфера і тісно пов'язане з нею капітальне будівництво покликані забезпечити прискорене створення та відновлення основних фондів національної економіки, призначених для стабілізації і розвитку виробництва, вирішення поточних соціально-економічних проблем. Роль цієї сфери діяльності особливо важлива в період структурної перебудови економіки країни і виходу із кризового стану. *По-друге,* оскільки сутністю інвестиційної діяльності є здійснення різних інвестиційних програм і проектів, те саме ця сфера, як в усьому світі, так і в нашій країні, є традиційною сферою ефективного управління проектами. Саме тут накопичений багатий досвід і є цілий арсенал методів і засобів управління проектами, які вже зараз можуть бути успішно використані.

По-третє, в умовах проведених реформ сама інвестиційна сфера перетерплює корінні зміни. До найважливіших з них відносяться:

- структурна перебудова економіки країни, у тому числі і інвестиційної політики;
- зміна господарських механізмів і перехід на економічні методи управління;
- демонополізація виробництва і збуту та поява нових ринків і конкуренції;
- зміна системи управління і регулювання в цій сфері та ін.

Мезорівень національної економіки або рівень окремого регіону, повинен розглядатися з одного боку, як самостійний аспект управління інвестиціями, з іншого - як сполучна ланка між макро- і мікрорівнем, оскільки саме в регіонах реалізується державна інвестиційна політика, розвинена і доповнена регіональною політикою відносно інвестицій. Регіональний інвестиційний клімат відображає ступінь сприятливості ситуації, що складається в регіоні відносно інвестиційних процесів. Його рівень визначається за допомогою розрахунку узагальнених оцінок територій, що є базою для прийняття відповідних інвестиційних рішень інвесторами. Узагальнена оцінка інвестиційних процесів регіону повинна включати аналіз накопиченого на його території економічного потенціалу, а також оцінку рівня його використання в розрізі окремих суб'єктів потенціалу (підприємств) і в розрізі профільних для конкретного регіону напрямків його використання (галузей і підгалузей).

Третім рівнем ієрархії інвестиційного менеджменту є *мікрорівень* - рівень окремого підприємства, корпорації, фірми, компанії і т.п. Підйом економіки нерозривно пов'язаний з активізацією інвестиційних процесів на мікрорівні, оскільки саме тут реалізується основне призначення інвестицій - підняття і розвиток виробництва, збільшення його потужностей і технологічного рівня. Пріоритетне значення має приплив інвестицій в реальний сектор економіки, у тому числі - в базові галузі народного господарства, насамперед капіталовкладення в модернізацію і розширення основних фондів. Саме тут вирішуються завдання структурної перебудови економіки і підвищення її ефективності, формуються умови для стійкого економічного зростання.

Довгострокове вкладення капіталу або інвестування - одна з форм використання можливості капіталу приносити прибуток його власникові. З погляду власника капіталу, інвестування являє собою відмову від одержання прибутку сьогодні в ім'я його одержання в майбутньому. Операції такого роду аналогічні наданню позички банком. Відповідно, для ухвалення рішення про довгострокове вкладення капіталу необхідно мати інформацію, що підтверджує два основних положення:

- вкладені кошти повинні бути повністю відшкодовані;
- прибутку, отриманого в результаті даної операції, повинно бути досить, щоб компенсувати тимчасову відмову від використання коштів, а також ризику за невизначеність кінцевого результату.

Інвестиційний менеджмент являє 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, представленої на рис.1.1.

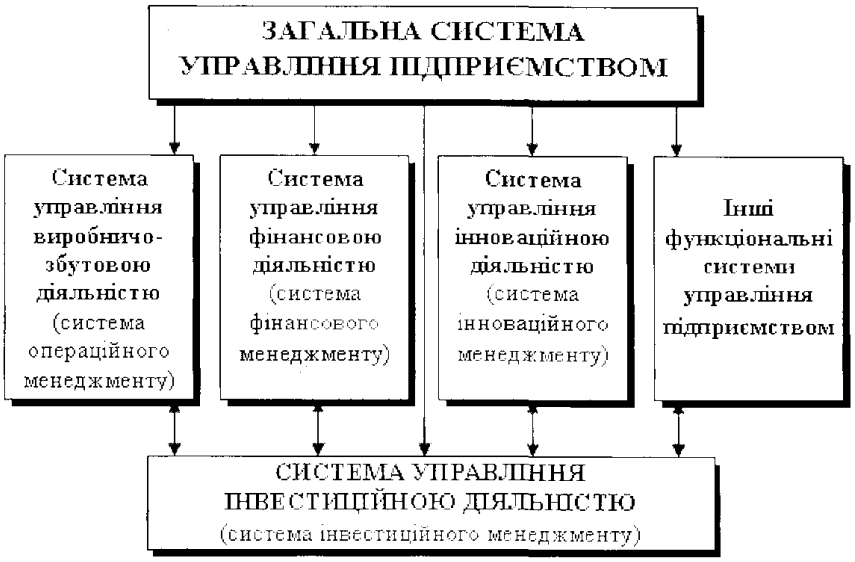

Рис. 1.1. Місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління підприємством і його взаємозв'язок з іншими основними функціональними системами управління

Інвестиційний менеджмент (investment management) – це професійне управління різноманітними цінними паперами (акції, облігації тощо) та іншими активами (наприклад, виробничим обладнанням) з метою досягнення специфічних інвестиційних цілей для забезпечення прибутку інвесторам. Термін «*менеджмент активів*» (asset management) використовується як синонім інвестиційного менеджменту у випадку колективного інвестування; в той час як синонім «*менеджмент фондів*» (fund management) є більш узагальнюючим. В якості понять тотожних терміну «інвестиційний менеджмент» також часто використовують «*менеджмент капіталу*» (wealth management) та «*портфельний менеджмент*» (portfolio management).

Як і кожна управлінська система інвестиційний менеджмент передбачає наявність об'єкта і суб'єкта управління. Об'єктом виступають інвестиції підприємства і його інвестиційна діяльність. Сучасна практика інвестиційного менеджменту дозволяє виділити три основних групи суб'єктів, що представлено на рис.1.2.

Із зростанням обсягів інвестиційної діяльності і її диверсифікованістю потреба в інвестиційних менеджерах всіх рівнів буде зростати, а їхня спеціалізація - постійно розширюватися.

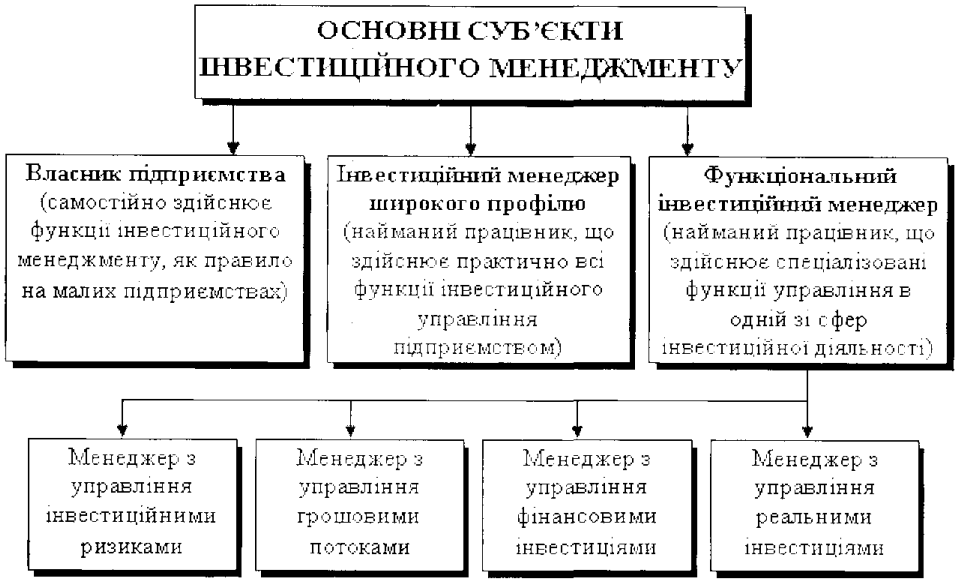

Рис. 1.2. Склад основних суб'єктів інвестиційного менеджменту

З урахуванням сутності й принципів інвестиційного менеджменту діяльністю формуються його мета й завдання. Розглядаючи головну мету інвестиційного менеджменту, слід зазначити, що вона нерозривно пов'язана з головною метою господарської діяльності підприємства в цілому й реалізується з нею в єдиному комплексі. З розвитком інвестиційної теорії змінювалися й підходи економістів до визначення головної мети інвестиційної діяльності. У генезисі цієї проблеми можна виділити три основних підходи:

1. Класична економічна теорія (А. Смит, А. Курна) стверджує, що головною метою інвестиційної і інших видів господарської діяльності підприємства є максимізація прибутку.

2. Теорія стійкого економічного зростання, розвинена багатьма наступними економістами, головною метою інвестиційної діяльності визначає забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.

3. Сучасна економічна теорія як головну мету інвестиційної діяльності підприємства визначає забезпечення максимізації добробуту власників підприємства, що знаходить вираз в максимізації ринкової вартості підприємства.

Таким чином, головною *метою* інвестиційного менеджменту є забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному і перспективному періоді. В процесі реалізації своєї головної мети управління інвестиційною діяльністю підприємства спрямоване на вирішення наступних основних *завдань*:

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

- забезпечення максимальної прибутковості окремих реальних і фінансових інвестицій і інвестиційної діяльності підприємства в цілому при передбачуваному рівні інвестиційного ризику;

- забезпечення мінімізації інвестиційного ризику окремих реальних і фінансових інвестицій і інвестиційної діяльності в цілому при передбачуваному рівні їхньої 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 і оптимальної структури відповідно до прогнозованих обсягів інвестиційної діяльності;

- забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності;

- пошук шляхів прискорення реалізації діючої інвестиційної програми підприємства.

1.4. Функції й механізми інвестиційного менеджменту

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

1. Інтегрованість із 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.

Система інвестиційного менеджменту реалізує свою головну мету й основні завдання шляхом здійснення певних функцій. Ці функції діляться на дві основних групи.

Функції інвестиційного менеджменту як управлінської системи:

1. Розробка інвестиційної стратегії підприємства.

2.Створення організаційних структур, що забезпечують прийняття і реалізацію управлінських рішень по всім аспектах інвестиційної діяльності.

3.Формування ефективних інформаційних систем, що забезпечують обґрунтування альтернативних варіантів інвестиційних рішень.

4. Здійснення аналізу різних аспектів інвестиційної діяльності.

5. Здійснення планування інвестиційної діяльності підприємства за її основними напрямами.

6. Розробка дієвої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень в області інвестиційної діяльності.

7.Здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності.

Функції інвестиційного менеджменту як спеціальної області управління підприємством:

1.Управління реальними інвестиціями.

2.Управління фінансовими інвестиціями.

3.Управління формуванням інвестиційних ресурсів.

4. Управління грошовими потоками по інвестиційній діяльності.

Основні функції інвестиційного менеджменту як спеціальної області управління підприємством можна розглянути в більш агрегованому вигляді, кожна із цих функцій може бути конкретизована з урахуванням специфіки інвестиційної діяльності окремих підприємств. При здійсненні такої конкретизації на кожному підприємств може бути побудована багаторівнева функціональна система управління інвестиційною діяльністю.

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

1. Ринковий механізм інвестиційного менеджменту формується насамперед у сфері інвестиційного ринку (у першу чергу, ринку цінних паперів), а також товарного ринку (у першу чергу, ринку засобів виробництва, предметів праці і готової продукції) у розрізі окремих їхніх сегментів.

Попит та пропозиція на цих ринках формують рівень цін і котирувань по окремих капітальних товарах і фінансових інструментах, визначають ефективність використання окремих інструментів інвестування, виявляють середню норму прибутковості інвестицій і середньоринковий рівень інвестиційного ризику. В міру поглиблення ринкових відносин роль ринкового механізму інвестиційного менеджменту буде зростати.

2. Державне нормативно-правове регулювання інвестиційної діяльності підприємства. Складність і багатогранність діяльності підприємств у цій сфері в умовах переходу до ринкової економіки визначають необхідність державного її регулювання. Як свідчить світовий досвід, таке багатоаспектне державне регулювання здійснюється у всіх країнах з розвинутою ринковою економікою, що не вступає при цьому в протиріччя із широкою самостійністю підприємств у виборі напрямків і форм інвестування. Характеризуючи сформовану базу державних нормативно-правових актів у сфері регулювання діяльності підприємства в цій сфері, слід зазначити, що вона далеко не довершена і вимагає подальшого розвитку.

3. Система конкретних методів здійснення управління інвестиційною діяльністю підприємства. У процесі аналізу, планування і контролю

інвестиційної діяльності підприємства використовується велика система методів, за допомогою яких досягаються необхідні результати. До числа основних з них відносяться методи: техніко-економічних розрахунків, балансовий, економіко-статистичні, економіко-математичні, порівняння й інші.

4. Внутрішній механізм регулювання окремих аспектів інвестиційної діяльності підприємства. Механізм такого регулювання формується в рамках самого підприємства, відповідно регламентуючи ті чи інші оперативні управлінські рішення з питань ефективності його інвестицій. Так, ряд аспектів інвестиційної діяльності регулюється вимогами статуту підприємства. Окремі з цих аспектів регулюються розробленою на підприємстві інвестиційною стратегією і цільовою інвестиційною політикою по окремих напрямках інвестування. Крім того, на підприємстві може бути розроблена і затверджена система внутрішніх нормативів і вимог по окремих аспектах інвестиційної діяльності.

Ефективний механізм інвестиційного менеджменту дозволяє в повному обсязі реалізувати цілі і завдання, що стоять перед ним, сприяє результативному здійсненню функцій управління інвестиційною діяльністю підприємства.

Контрольні запитання:

1. Дайте визначення інвестицій.
2. Як класифікують інвестиції?
3. Дайте визначення інвестиційного менеджменту.
4. Охарактеризуйте місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління підприємством.
5. Які завдання вирішує інвестиційний менеджмент на макро-, мезо- і мікрорівнях?
6. Наведіть принципи інвестиційного менеджменту.
7. Які функції виконує інвестиційний менеджмент?
8. Опишіть механізм інвестиційного менеджменту.

ТЕМА 2
МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

2.1. Методи інвестиційного аналізу.

2.2. Оцінка часової вартості грошей як основний метод інвестиційного менеджменту.

2.3. Види і оцінка грошових потоків.

2.4. Поняття ануїтету. Формули розрахунку ануїтетних платежів.

2.1. Методи інвестиційного аналізу.

Теоретичні основи інвестиційного аналізу складають *систему методів і показників обчислення ефективності (привабливості) інвестування.*

Світовий досвід накопичив значну кількість методів і прийомів інвестиційного аналізу, які починають поширюватись і у нас.

Найвідоміші методи можна поділити на три групи:

1) методи оцінки ефективності інвестицій за допомогою співвідношення грошових надходжень (позитивних потоків) з витратами (негативними потоками). Ці методи на сьогодні є традиційними;

2) методи оцінки ефективності інвестицій за бухгалтерською звітністю;

3) методи оцінки ефективності інвестицій, які ґрунтуються на теорії часової вартості грошей.

За допомогою цих методів здійснюється інвестиційний аналіз проектів, тобто оцінюється і порівнюється інвестиційна привабливість (ефективність) напрямів інвестування, окремих програм (проектів) або об'єктів.

Розрізняють три види оцінки ефективності інвестицій: фінансову (комерційну), бюджетну та економічну.

Фінансова оцінка передбачає визначення фінансових результатів реалізації проекту для його безпосередніх учасників. Вона базується на очікуваній нормі дохідності, яка влаштовує всіх суб'єктів інвестування. При цьому інші наслідки впровадження проекту не враховуються.

Бюджетна оцінка ефективності віддзеркалює фінансові наслідки для різних рівнів бюджетів, тобто очікувані співвідношення видатків, податків та зборів. Показником бюджетної ефективності впровадження проекту є різниця між податками та видатками певного рівня бюджету, ступінь яких залежить від впровадження конкретного проекту.

Економічна ефективність інвестиційного проекту — це різниця між результатами і витратами за межами фінансової ефективності безпосередніх учасників проекту. Економічна оцінка характеризує

ефективність проекту для народного господарства в цілому або для галузі, групи підприємств, регіону тощо.

Залежно від виду оцінки ефективності реалізуються певні методи інвестиційного аналізу.

Взагалі діюча в Україні та інших країнах СНД з 1988 р. Методика визначення ефективності капітальних вкладень не може використовуватися не тільки приватними інвесторами, але й державним сектором, який втратив фактичну монополію на інвестиції. Принцип наведених витрат, який використовується у методиці, базується на застосуванні нормативних коефіцієнтів економічної ефективності, які мають усереднений характер, не враховують підприємницький ризик та обмежуються або усередненим роком, або строком окупності. Строк окупності нормується 5—6 роками. Інвестора ж, природно, цікавить весь строк експлуатації об'єкта. Крім того, показники порівняльної економічної ефективності не враховують фактор часу при оцінці поточних витрат і прибутку по роках реалізації проекту. Встановлені на п'ятиріччя галузеві нормативні коефіцієнти економічної ефективності коливаються від 0,05 у транспортному будівництві до 0,25 у матеріально-технічному забезпеченні, харчовій, легкій та інших галузях промисловості. Ці коефіцієнти являють собою норму прибутку на капітал. Діюча методика дозволяє обґрунтовувати ефективність будь-якої інвестиційної програми шляхом вільного вибору аналогу для порівняння, використання усередненого коефіцієнта економічної ефективності у народному господарстві чи промисловості.

Традиційні методи аналізу застосовуються дуже давно, а після виникнення часової теорії грошей використовуються паралельно з методами, які ґрунтуються на концепції дисконтування. Традиційні методи базуються на обчисленні таких показників, як норма (коефіцієнт) ефективності (дохідності) та період (строк) окупності інвестицій.

Норма ефективності обчислюється як відношення сумарних грошових надходжень у дійсній вартості до суми інвестованих коштів, спрямованих на реалізацію інвестиційного проекту. Якщо норма ефективності менше за одиницю, проект має бути відхилений як такий, що не принесе додаткових доходів інвестору. В практичних розрахунках застосовується річна норма ефективності:

$$НЕ_р = \frac{\overline{ГН_р}}{\sum ІК}, \qquad (2.1)$$

де: $НЕ_р$ — річна норма ефективності;

$\overline{ГН_р}$ — середньорічні грошові надходження;

$ІК$ — інвестовані кошти.

Період окупності інвестицій обчислюється як зворотний показник:

$$ПО = \frac{\sum ІК}{\overline{ГН_р}}, \qquad (2.2)$$

де: *ПО* — період окупності інвестицій у роках;
ІК — сума інвестицій у проект, передбачена кошторисом;
$\overline{ГН_р}$ — середньорічні грошові надходження.

Методи оцінки інвестицій за бухгалтерською звітністю базуються на обчисленні балансової і чистої ($PI_б$; $PI_ч$) рентабельності інвестицій.

У першому випадку ми маємо відношення середьорічного доходу компанії за бухгалтерським звітом до обсягу інвестицій; у другому — чисту рентабельність, тобто дохід зменшується на суму податкових і відсоткових платежів:

$$PI = \frac{\overline{РД}}{\sum ІК}, \tag{2.3}$$

$$PI_a = \frac{\overline{РД} - П_п}{\sum ІК}, \tag{2.4}$$

де: *PI* — балансова рентабельність інвестицій;
$\overline{РД}$ — середьорічний дохід компанії (прибуток);
ІК — сума інвестованих коштів;
PI_a — чиста рентабельність інвестицій;
$П_п$ — податкові та відсоткові платежі.

Методи оцінки інвестицій за бухгалтерською звітністю частково використовувались у нас, але рентабельність обчислювалась тільки балансова, за прибутком або приростом прибутку, що надходить як результат від інвестицій. Податок на інвестиції був відсутній.

2.2. Оцінка часової вартості грошей як основний метод інвестиційного менеджменту.

Урахування вартості грошей у часі є визначальним під час аналізу доцільності інвестицій, оскільки ігнорування цього чинника може призвести до помилкових інвестиційних рішень. Грошова одиниця, яка є сьогодні, і грошова одиниця, яка очікується до одержання через деякий час, не є рівноцінними, що пояснюється впливом трьох основних факторів.

Інфляція - явище, властиве практично будь-якій економіці, наслідком якого є знецінення грошей. Якщо уявити, що підприємство має вільні грошові кошти у розмірі 300 000 грн, а темп інфляції на рік становить 20%, то вже в наступному році, якщо гроші не використовувалися, а зберігалися, їх купівельна спроможність знизиться і реальна вартість дорівнюватиме 240 000 грн.

Ризик неодержання очікуваної суми також є достатньо очевидною причиною. Будь-який договір, згідно з яким очікується надходження грошових коштів у майбутньому, має ненульову ймовірність бути невиконаним узагалі або виконаним частково.

Оборот коштів - фактор, який полягає в тому, що кошти, як і будь-який актив, повинні з часом генерувати дохід за ставкою, яка задовольняє

власника. Тому сума, очікувана до одержання через деякий час, має перевищувати початкову суму, якою володіє інвестор у момент прийняття рішення, на величину можливого доходу.

У будь-якому разі вартість однієї й тієї самої суми грошей сьогодні завжди є більшою, ніж завтра, оскільки вимірювання вартості грошей ґрунтується на можливості їх використання протягом певного періоду часу.

Проблема «гроші - час» не нова, тому вже розроблені зручні моделі та алгоритми, що дозволяють орієнтуватися в щирій ціні майбутніх дивідендів з позиції сучасного моменту. Наведемо їх характеристику в теоретичному і практичному аспектах.

Базовими поняттями, які застосовуються в рамках концепції вартості грошей у часі, є майбутня (нарощена) і теперішня (приведена) вартість грошей.

Майбутня вартість грошей – сума інвестованих в даний момент грошових коштів, в яку вони перетворяться через певний період часу з урахуванням певної ставки відсотку. Визначення майбутньої вартості грошей пов'язано з процесом нарощення вартості грошових активів, який являє собою поетапне їх збільшення шляхом приєднання до початкового їх розміру суми відсотку (відсоткових платежів).

Теперішня вартість грошей – сума майбутніх грошових коштів, приведених з урахуванням певної ставки відсотку (дисконтної ставки) до теперішнього періоду. Визначення теперішньої вартості грошей пов'язано з процесом дисконтування їх вартості у часі, яке являє собою операцію, обернену нарощенню при обумовленому майбутньому розмірі грошових коштів. Така ситуація виникає в тих випадках, коли необхідно визначити, скільки грошових коштів слід інвестувати сьогодні, для того щоб через певний період отримати наперед обумовлену їх суму.

Логіка побудови основних алгоритмів досить проста і заснована на наступній ідеї. Найпростішим видом інвестиційної угоди є вкладення деякої суми PV (Present Value) з умовою, що через якийсь час t буде повернута більша сума FV (Future Value). Як відомо, результативність подібної угоди може бути охарактеризована подвійно: або за допомогою абсолютного показника - приросту (FV-PV), або шляхом розрахунку деякого відносного показника. Абсолютні показники найчастіше не підходять для подібної оцінки через їхню непорівнянність у просторово-тимчасовому аспекті. Тому використовуються спеціальні коефіцієнти - ставки.

У будь-якій найпростішій інвестиційній угоді завжди присутні три величини, дві з яких задані, а одна є шуканою.

Процес, у якому задані вихідна сума і процентна ставка, у фінансових обчисленнях називається *процесом нарощення*. Процес, у якому задані очікувана в майбутньому до одержання (що повертається) сума і

коефіцієнт дисконтування, називається *процесом дисконтування*. У першому випадку мова йде про рух грошового потоку від сьогодення до майбутнього, у другому - про рух від майбутнього до сьогодення (рис.2.1).

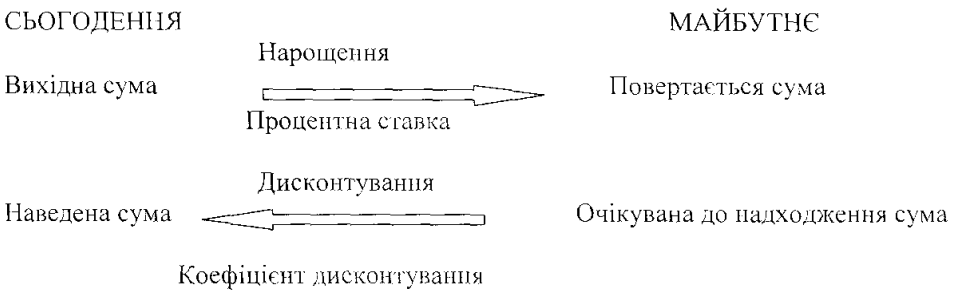

Рис.2.1. Схема руху грошового потоку.

Відсотки нараховуються по алгоритмі протягом певного проміжку часу. Оскільки стандартним тимчасовим інтервалом у фінансових операціях є 1 рік, найпоширеніший варіант, коли процентна ставка встановлюється у вигляді річної ставки, що припускає однократне нарахування відсотків після закінчення року.

Відомі дві основні схеми нарахування:

- схема простих відсотків (simple interest);
- схема складних відсотків (compound interest).

Прості відсотки - це відсотки, що нараховуються на початкову суму інвестованих коштів протягом всього періоду нарахування. Нарахування простих відсотків застосовується, як правило, при здійсненні короткострокових фінансових операцій. Прикладами таких операцій є операції банків по наданню короткострокових позик та обліку векселів.

Складні відсотки - відсотки, що нараховуються не тільки на початкову суму внеску, але також і на всю суму відсотків, накопичених за певний період. В цьому випадку відбувається капіталізація відсотків протягом періоду їх нарахування.

Схема простих відсотків припускає незмінність бази, з якої відбувається нарахування. Вихідний інвестований капітал дорівнює CF_0, необхідна прибутковість – i (у частках одиниці). Уважається, що інвестиція зроблена на умовах простого відсотка, якщо інвестований капітал щорічно збільшується на величину P*i.

$$R_n=P+ P*r+\ldots+P*r=P*(1+n*r) \qquad (2.5)$$

Таким чином, розмір інвестованого капіталу через n років буде дорівнює:

$$FV_s=PV*(1+ni) \qquad (2.6)$$

Множник (1+ni) називається множником (або коефіцієнтом) нарощення простих відсотків. (Сума дисконту - сума простого відсотка).

Вважається, що якщо інвестиція зроблена на умовах складного відсотка, то черговий річний дохід обчислюється не з вихідної величини інвестованого капіталу, а із загальної суми, що включає також і раніше нараховані й незатребувані інвестором відсотки. У цьому випадку відбувається капіталізація відсотків у міру їхнього нарахування, тобто база, з якої нараховуються відсотки, увесь час зростає. Отже, розмір інвестованого капіталу буде дорівнює:

До кінця першого року: $F_1=P+P*r=P*(1+r)$

До кінця другого року: $F_2=F_1+F_1*r=F_1*(1+r)=P*(1+r)^2$

До кінця n-го року: $F_n=P*(1+r)^n$

Отже, розмір інвестованого капіталу буде дорівнює:

$$FV_c=PV*(1+i)^n \qquad (2.7)$$

Використання в розрахунках складного відсотка у випадку багаторазового його нарахування більш логічно, оскільки в цьому випадку капітал, що генерує доходи, постійно зростає. При застосуванні простого відсотка доходи в міру їхнього нарахування доцільно знімати для споживання або використання в інших інвестиційних проектах або поточній діяльності.

При короткострокових операціях (до одного року) вигідні прості, при більше тривалих - вигідні складні відсотки. Обидві схеми дають однакові результати при тривалості періоду 1 рік і однократне нарахування відсотків.

З обліком математично розрахованих множників нарощення та дисконтування складних відсотків розроблені спеціальні таблиці, за допомогою яких при заданих параметрах ставки відсотка і кількості платіжних періодів можна легко обчислити приведену і майбутню вартість коштів.

Існує спеціальний фінансовий калькулятор, крім того, можливість робити такі обчислення надає програма Microsoft Excel.

Поняття наведеної вартості. Основна ідея цього методу укладається в оцінці майбутніх надходжень F_n (наприклад, у вигляді прибутку, відсотків, дивідендів) з позиції сучасного моменту.

Базова розрахункова формула для такого аналізу:

$$P=\frac{F_n}{(1+r)^n} \qquad (2.8)$$

де: F_n — дохід, планований до одержання в n-*м* році;

P — поточна (або наведена) вартість, тобто оцінка величини Pn з позиції сучасного моменту;

r —дисконтна ставка.

Економічний зміст в наступному: прогнозована величина грошових надходжень через n років (Fn) з позиції сучасного моменту буде менше і

дорівнює Р (оскільки знаменник дробу більше одиниці). Це означає також, що для інвестора сума Р у даний момент часу і сума Fn через n років однакові по своїй цінності. Використовуючи цю формулу, можна приводити в порівнянний вид оцінку доходів від інвестицій, очікуваних до надходження протягом ряду років. Легко побачити, що в цьому випадку дисконтна ставка чисельно дорівнює процентній ставці, встановленій інвестором, тобто тому відносному розміру доходу, що інвестор хоче або може одержати на інвестований ним капітал.

Множник $1/(1+r)^k$ називається множником, що дисконтує. Економічний зміст множника, що дисконтує, заключається в наступному: він показує «сьогоднішню» ціну однієї грошової одиниці майбутнього, тобто чому з позиції сучасного моменту дорівнює одна грошова одиниця (наприклад одна гривня), що циркулює в сфері бізнесу k періодів, при заданих процентній ставці (прибутковості) r і частоті нарахування відсотка.

2.3. Види і оцінка грошових потоків.

Одним з основних елементів інвестиційного аналізу є оцінка грошового потоку C_1, $З_2$,..., C_n, генерованого в ряді часових періодів у результаті реалізації якого-небудь проекту або функціонування того або іншого виду активів.

При оцінці грошового потоку робиться ряд припущень:

1. Часові періоди найчастіше передбачаються рівними.
2. Передбачається, що елементи грошового потоку є односпрямованими, тобто немає чергування відтоків і припливів коштів.
3. Вважається, що генеровані в рамках одного часового періоду надходження мають місце або в його початку, або в його кінці, тобто вони не розподілені усередині періоду, а сконцентровані на одній з його меж.

У першому випадку потік називається потоком *пренумерандо*, або *авансовим*, у другому — потоком *постнумерандо*.

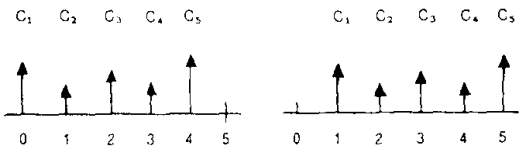

Рис.2.2. Види грошових потоків

На практиці більш поширений потік постнумерандо, зокрема, саме цей потік лежить в основі методик аналізу інвестиційних проектів. Деякі пояснення цьому можна дати виходячи із загальних принципів обліку, згідно з яким прийнято підводити підсумки і оцінювати фінансовий результат тієї або іншої дії по закінченні чергового звітного періоду. Що

стосується надходження коштів, то на практиці воно найчастіше розподілено в часі нерівномірно і тому зручніше умовно віднести всі надходження до кінця періоду. Потік пренумерандо має значення при аналізі різних схем нагромадження коштів для наступного їхнього інвестування.

Оцінка грошового потоку може виконуватися в рамках рішення двох завдань:

а) прямого, тобто проводиться оцінка з позиції майбутнього (реалізується схема нарощення);

б) зворотного, тобто проводиться оцінка з позиції сьогодення (реалізується схема дисконтування).

Пряме завдання припускає сумарну оцінку нарощеного грошового потоку, тобто в її основі лежить майбутня вартість. Зокрема, якщо грошовий потік являє собою регулярні нарахування відсотків на вкладений капітал (Р) за схемою складних відсотків.

Зворотне завдання припускає сумарну оцінку дисконтованого (наведеного) грошового потоку. Оскільки окремі елементи грошового потоку генеруються в різні часові інтервали, а гроші мають часову цінність, безпосереднє їхнє підсумування неможливо. Основним результатом розрахунку є визначення загальної величини наведеного грошового потоку. Використовувані при цьому розрахункові формули різні залежно від виду потоку - постнумерандо або пренумерандо.

Необхідно відзначити, що ключовим моментом у розглянутих схемах є передумова, що аналіз ведеться з позиції «розумного інвестора», тобто інвестора, що не накопичує отримані кошти в скрині, а негайно інвестує їх з метою одержання додаткового доходу. Саме цим пояснюється той факт, що при оцінці потоків в обох випадках, тобто і при нарощенні, і при дисконтуванні, передбачається капіталізація за схемою складних відсотків.

Оцінка грошового потоку з нерівними надходженнями

Ситуація, коли грошові надходження по роках варіюють, є найпоширенішою. Загальна постановка завдань у цьому випадку така.

Нехай Сі, Сз, ... , Сn - грошовий потік; n - коефіцієнт дисконтування. Потік, всі елементи якого за допомогою множників, що дисконтують, наведені до одного моменту часу, а саме - на цей момент, називається наведеним. Потрібно знайти вартість даного грошового потоку з позиції майбутнього і з позиції сьогодення.

Оцінка потоку постнумерандо. Пряме завдання припускає оцінку з позиції майбутнього, тобто на кінець періоду n, коли реалізується схема нарощення, яку можна представити в такий спосіб (рис.2.3).

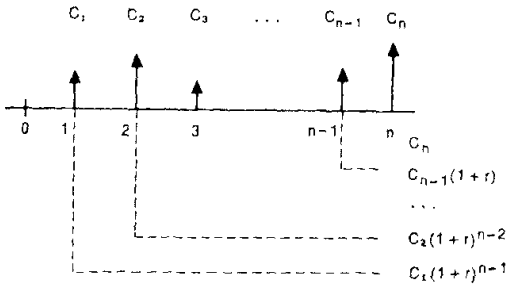

Рис.2.3. Логіка вирішення прямого завдання для потоку постнумерандо.

Таким чином, майбутня вартість вихідного грошового потоку постнумерандо *FVpst* може бути оцінена як сума нарощених надходжень, тобто в загальному виді формула має вигляд:

$$FV_{pst} = \sum_{k=1}^{n} C_k (1+r)^{n-k} \qquad (2.9)$$

Зворотне завдання має на увазі оцінку з позиції сучасного моменту, тобто на кінець періоду 0. У цьому випадку реалізується схема дисконтування, а розрахунки необхідно вести по наведеному потоці. Елементи наведеного грошового потоку вже можна підсумувати; їхня сума характеризує наведену, або поточну, вартість грошового потоку, що при необхідності можна порівнювати з величиною первісної інвестиції. Схема дисконтування для вихідного потоку постнумерандо має такий вигляд (рис.2.4).

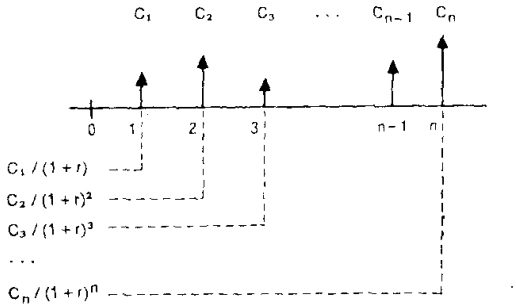

Рис.2.4. Логіка вирішення зворотного завдання для потоку постнумерандо

Наведена вартість грошового потоку постнумерандо PVpst у загальному випадку може бути розрахована по формулі:

$$PV_{pst} = \sum_{k=1}^{n} \frac{C_k}{(1+r)^k} \qquad (2.10)$$

Оцінка потоку пренумерандо. Логіка оцінки грошового потоку в цьому випадку аналогічна вищеописаної; деяка розбіжність в обчислювальних формулах пояснюється зрушенням елементів потоку до початку відповідних подінтервалів. Для прямого завдання схема нарощення буде виглядати в такий спосіб:

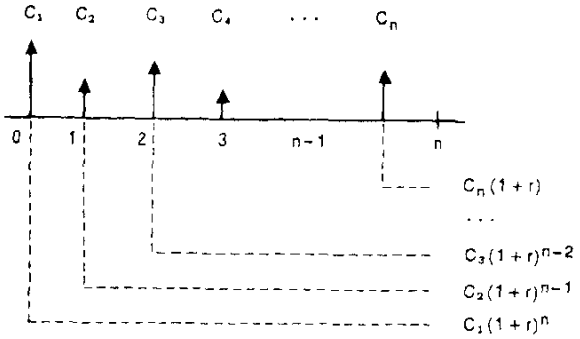

Рис.2.5. Логіка вирішення прямого завдання для потоку пренумерандо.

Отже, майбутня вартість вихідного грошового потоку пренумерандо FV_{pre} у загальному виді може бути розрахована по формулі:

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

Очевидно, що $FV_{pre} = FV_{psi} \cdot (1+r)$

Для *зворотного* завдання може бути представлена наступна схема дисконтування (рис.2.6).

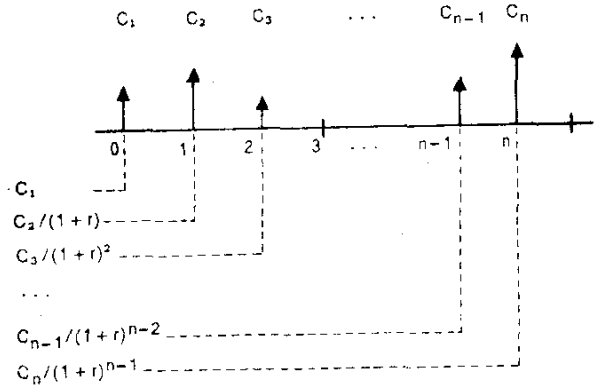

Рис.2.6. Логіка вирішення зворотного завдання для потоку пренумерандо.

Таким чином, наведений грошовий потік для вихідного потоку пренумерандо має вигляд:

$$C_1, \frac{C_2}{1+r}, \frac{C_3}{(1+r)^2}, \ldots, \frac{C_n}{(1+r)^{n-1}} \qquad (2.12)$$

Отже, наведена вартість потоку пренумерандо PV_{pre} в загальному виді може бути розрахована по формулі:

$$PV_{pre} = \sum_{k=1}^{n} \frac{C_k}{(1+r)^{k-1}} \qquad (2.13)$$

Як і у випадку з майбутньою вартістю, PVpre =PVpst (1 + r).

2.4. Поняття ануїтету. Формули розрахунку ануїтетних платежів.

Більшість сучасних фінансових операцій передбачають не разові платежі, а послідовність грошових надходжень або виплат протягом певного періоду часу. Прикладами таких операцій є отримання та погашення довгострокового кредиту, виплати відсотків по облігаціях, здійснення внесків у різні фонди тощо. Послідовний ряд виплат називають потоком платежів. Ряд послідовних платежів, що виплачуються або надходять через рівні проміжки часу, називають ануїтетом, або фінансовою рентою.

Ануїтети класифікуються за такими ознаками:

- величиною кожного окремого платежу - постійні (з рівними платежами) і змінні (з нерівними платежами);
- інтервалом ануїтету (інтервал часу між послідовними платежами);
- терміном ануїтету – строкові та безстрокові (вічні);
- відсотковою ставкою (ставка, яка застосовується при нарахуванні або дисконтуванні ануїтетних платежів);
- моментом виплати – звичайні (постнумерандо), що здійснюються в кінці відповідних періодів, та авансові (пренумерандо), що здійснюються на початку періодів.

Якщо число рівних тимчасових інтервалів обмежено, ануїтет називається терміновим.

Узагальнюючими показниками термінового ануїтету є нарощена сума й сучасна (наведена) величина.

Нарощена сума - сума всього потоку платежів (ануїтетів) з нарахованими на них відсотками на кінець строку, тобто на дату останньої виплати. Нарощена сума показує, яку величину буде представляти капітал, внесений через рівні проміжки часу протягом усього строку ренти разом з нарахованими відсотками.

Сучасна величина потоку платежів - сума всіх його членів, зменшена (дисконтована) на величину процентної ставки на певний момент часу, що збігається з початком потоку платежів. Сучасна величина показує, яку суму варто було б мати спочатку, щоб розбивши її на рівні частини, на які нараховувалися б установлені відсотки протягом строку ренти, можна було забезпечити одержання нарощеної суми.

Оцінка термінових ануїтетів

Як і в загальному випадку, виділяють два типи ануїтетів: постнумерандо і пренумерандо.

Прикладом термінового ануїтету постнумерандо можуть бути регулярні рентні платежі за користування зданою в оренду земельною ділянкою у випадку, якщо договором передбачається регулярна оплата оренди після закінчення чергового періоду. У якості термінового ануїтету пренумерандо виступає, наприклад, схема періодичних грошових внесків на банківський рахунок на початку кожного місяця з метою накопичення достатньої суми для великої покупки.

Для оцінки майбутньої і наведеної вартості ануїтету можна користуватися розглянутими нами раніше обчислювальними формулами, разом з тим завдяки специфіці ануїтетів відносно рівності грошових надходжень ці формули можуть бути істотно спрощені.

Пряме завдання оцінки термінового ануїтету при заданих величинах регулярного надходження (A) і процентній ставці (r) припускають оцінку майбутньої вартості ануїтету.

$$FV^{A}_{psrt} = A \cdot \frac{(1+r)^{n} - 1}{r} \qquad (2.14)$$

Економічний зміст мульти множника заключається в наступному: він показує, чому буде дорівнює сумарна величина термінового ануїтету в одну грошову одиницю (наприклад, одна гривня) до кінця строку його дії, Передбачається, що провадиться лише нарахування грошових сум, а їхнє вилучення може бути зроблене по закінченні терміну дії ануїтету. Множник нарощення ануїтету часто використовується у фінансових обчисленнях, і оскільки легко помітити, що його значення в загальному виді залежать лише від r і n, їх можна табулювати. Значення множників для різних сполучень r і n наведені в спеціальних фінансових таблицях.

Загальна постановка *зворотного* завдання оцінки термінового ануїтету постнумерандо також досить наочна. У цьому випадку провадиться оцінка майбутніх грошових надходжень із позиції сучасного моменту, під яким у цьому випадку розуміється момент часу, з якого починають відлічуватися рівні тимчасові інтервали, що входять в ануїтет.

Загальна формула для оцінки поточної вартості термінового ануїтету постнумерандо виводиться з базової формули і має вигляд:

$$PV^{A}_{psrt} = A \cdot \sum_{k=1}^{n} \frac{1}{(1+r)^{k}} \qquad (2.15)$$

Економічний зміст множника, що $\sum_{k=1}^{n} \frac{1}{(1+r)^{k}}$ дисконтує, укладається в наступному: він показує, чому дорівнює з позиції сучасний момент величина ануїтету з регулярними грошовими надходженнями в розмірі однієї грошової одиниці, що триває n рівних періодів із заданою

процентною ставкою м. Значення цього множника також наведені в спеціальних фінансових таблицях.

Відповідні розрахункові формули для ануїтету пренумерандо можна легко вивести з попередніх формул. Так, майбутня вартість ануїтету пренумерандо може бути знайдена по формулах:

$$FV^{A}_{pre} = A \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r} \cdot (1+r) \qquad (2.16)$$

З наведених формул видно, чому у фінансових таблицях не уточнюється, яка схема мається на увазі у фінансовій угоді - постнумерандо або пренумерандо, однак при застосуванні розрахункових формул або фінансових таблиць необхідно строго стежити за схемою надходження грошових платежів.

Безстроковий ануїтет.

Ануїтет називається *безстроковим,* якщо грошові надходження тривають досить тривалий час (у західній практиці до безстрокового ставляться ануїтети, розраховані на 50 і більше років).

У цьому випадку пряме завдання змісту не має. Що стосується зворотного завдання, то вона вирішується також по формулі термінового ануїтету.

$$PV = \frac{A}{r} \qquad (2.17)$$

Наведена формула використовується для оцінки доцільності придбання безстрокового ануїтету. У цьому випадку відомий розмір річних надходжень; як коефіцієнт дисконтування r звичайно приймається гарантована процентна ставка (наприклад, відсоток, пропонований державним банком).

Особливий випадок ануїтету – інвестиція з необмеженим строком життя, але з постійно зростаючою величиною річного доходу.

Контрольні запитання:

1. Як класифікуються методи інвестиційного аналізу?
2. В чому зміст теорії часової вартості грошей?
3. Опишіть грошові потоки пренумерандо і постнумерандо, наведіть приклади.
4. Охарактеризуйте метод нарощення і його використання в інвестиційному аналізі.
5. Охарактеризуйте метод дисконтування, наведіть приклади його застосування.
6. Розкрийте сутність ануїтетів, як їх класифікують?
7. В чому недоліки фінансових таблиць, відповідь поясніть.

ТЕМА 3
ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК, ЙОГО ОЦІНКА І ПРОГНОЗУВАННЯ

3.1. Поняття інвестиційного ринку і його класифікація.
3.2. Суб'єкти інвестиційного ринку.
3.3. Методи вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку.
3.4. Етапи вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку.

3.1. Поняття інвестиційного ринку і його класифікація.

Інвестиційна діяльність у ринкових умовах господарювання є підприємницькою діяльністю та здійснюється господарюючими суб'єктами на інвестиційному ринку з метою одержання прибутку (доходу). Суб'єкти інвестиційної діяльності реалізують власні економічні інтереси, вступаючи у певні взаємовідносини на інвестиційних ринках, що регулюють процес обміну інвестиціями та інвестиційними об'єктами.

Інвестиційний ринок — це сукупність економічних відносин, які виникають між продавцями та покупцями інвестиційних товарів і послуг, а також об'єктів інвестування в усіх його формах.

Відповідно до класифікації товарів (об'єктів) інвестиційний ринок поділяється на ряд самостійних ринків, характеристика яких наведена в таблиці 3.1. Основним предметом купівлі і продажу на ринку реальних інвестицій є інвестиційні товари. *Інвестиційні товари* — будівельні матеріали, машини, механізми, а також будівельні технології (у формі патентів, ліцензій, «ноу-хау»); типові будівельні проекти і т. ін., що використовуються в процесі здійснення реальних інвестицій.

Найбільш важливим сегментом є сегмент ринку прямих капітальних вкладень, він є основним індикатором стану ринку реальних інвестицій.

На ринку фінансових інструментів інвестування прийнято вирізняти первинний і вторинний інвестиційні ринки. *Первинний ринок* - це ринок цінних паперів, які проходять від емітента до першого покупця. *Вторинний ринок* - це сфера обігу паперів, до якої вони потрапляють після того, як їх продасть перший власник, що купив ці цінні папери у емітента безпосередньо або через посередника. Цей ринок може бути організованим (біржовим) або неорганізованим (позабіржовим).

Позабіржові ринки характеризуються відсутністю єдиного курсу на однакові цінні папери, торгівля відбувається в різний час, велика кількість продавців цінних паперів, відсутність єдиного центру.

Біржові ринки - це торгівля цінними паперами на основі фактичного співвідношення попиту і пропозиції в спеціально організованих місцях за чітко прописаними правилами і технологіями.

Таблиця 3.1

Структура інвестиційного ринку

Ринок об'єктів реального інвестування		Ринок об'єктів фінансового інвестування		Ринок об'єктів інноваційних інвестицій	
Ринок нерухомості	Промислові об'єкти	Фондовий ринок	Акції	Ринок інтелектуальн.	Ліцензії
	Житло		Державні зобов'язання		«Ноу-хау»
	Об'єкти малої приватизації		Опціони й ф'ючерси		Патенти
	Земельні ділянки	Грошовий ринок	Депозити	Ринок науково-	Науково-технічні проекти
	Об'єкти незавершеного будівництва		Позички й кредити		Раціоналізаторство
	Оренда		Валютні цінності		Нові технології
Ринок прямих капітальних	Нове будівництво				
	Реконструкція				
	Технічне переозброєння				
Ринок інших об'єктів реального	Художні цінності				
	Дорогоцінні метали й вироби				
	Інші матеріальні цінності				

Найбільш відомими світовими фондовими біржами є Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Лондонська фондова біржа (LSE), Токійська фондова біржа (TSE), фондова біржа Євросоюзу Evronext, Московська фондова біржа (MSE).

Інвестиційний ринок як економічна категорія являє собою збалансованість попиту і пропозиції на інвестиції та випереджаючих можливостей підрядників в їх матеріалізації. Це означає, що, з одного боку, потрібні економічні заходи з отримання попиту на інвестиції та зменшення маси безготівкових грошей, які неадекватні обсягу та якості продукції, а з іншого - антимонопольні заходи, які б сприяли розвитку ринку таких послуг.

У країнах з розвинутими ринковими відносинами інвестиційний попит і пропозиція збалансовані через механізм ціноутворення на базі зрівноважених цін на інвестиції та інвестиційні товари. Система зрівноважених цін формується мікроекономічними пропорціями в процесі

виробництва та збуту, головною з яких є співвідношення «інвестиції — приріст інвестиційних товарів (капітального майна)». При цьому ринок характеризується випереджаючим розвитком інвестиційної пропозиції та відносно стабільним попитом. Для стимулювання інвестиційного попиту товаровиробників і розвитку конкуренції між ними держава застосовує систему заходів антимонопольного регулювання.

Інвестор, вкладаючи кошти, розраховує отримати максимальний прибуток за мінімальних витрат. Він віддає перевагу найприбутковішим активам (інвестиційним товарам) з найвищою нормою прибутку на вкладений капітал. Ця ефективна галузь залучає більшу масу капіталу. Відповідно попит на інвестиційні товари починає перевищувати пропозицію, та їх ціна збільшується. Висока ринкова ціна таких товарів є індикатором їх привабливості для інвесторів з точки зору віддачі інвестицій - їх дохідності.

Перелив інвестицій у зазначену галузь призведе до підвищення пропозиції інвестиційного товару та, як наслідок, до зниження його ціни. Інвестиції ж спрямовуватимуться на нові високоприбуткові виробництва, що у майбутньому неминуче призведе до розширення попиту на інвестиційні товари, виробництво нових їх видів і стимулювання діяльності інвесторів у використанні прибутку та нагромадженні капіталу, а також до створення умов для розвитку фірм, які виступають на ринку основними продавцями інвестиційного товару. Інвестиційна діяльність завжди починається з ринку, оскільки заощаджень і поточних доходів потенційному інвестору, як правило, не вистачає. Крім цього, інвестор зазвичай намагається залучити акціонерний капітал з метою зменшення ризику та розподілу відповідальності.

Стан інвестиційного ринку і його сегментів характеризується такими показниками, як попит, пропозиція, ціна, конкуренція. Оскільки інвестиційний ринок у багатьох своїх сегментах перебуває на етапі становлення, те вищевказані показники постійно змінюються, що відображає мінливість економіки нашої країни.

3.2. Класифікація суб'єктів інвестиційного ринку.

Суб'єктами інвестиційного ринку є інвестори (замовники проектів, користувачі об'єктів, підрядники, фінансові посередники, громадяни й т.д.). Вони класифікуються по наступних ознаках.

1. По напрямках основної експлуатаційної діяльності - індивідуальні і інституціональні інвестори. У ролі індивідуальних інвесторів виступають фізичні особи, а інституціональних - юридичні особи (наприклад, фінансові посередники).

2. По цілям інвестування виділяють стратегічних і портфельних інвесторів. Перші з них ставлять мета придбати контрольний пакет акцій

компанії або більшу частку в її статутному капіталі для здійснення реального управління фірмою. Вони також здійснюють стратегію злиття й поглинання інших компаній. Портфельні інвестори вкладають свій капітал у різні фінансові інструменти з метою одержання високого поточного доходу або приросту капіталу в майбутньому.

3. По належності до резидентів виділяють вітчизняних і іноземних інвесторів. У ролі останніх можуть виступати іноземні фізичні і юридичні особи, держави й міжнародні фінансово-кредитні організації (Світовий Банк, Європейський Банк реконструкції й розвитку й т.д.).

Класифікація форм інвестицій і видів інвесторів дозволяє підприємствам і корпораціям більш ефективно управляти інвестиційним портфелем.

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

Серед *інституційних інвесторів* виокремлюють такі три групи:

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

Холдингова компанія являє собою головну компанію будь-якої фінансової імперії, монополії, яка володіє контрольним пакетом акцій дочірніх підприємств і спеціалізується на управлінні тією імперією, яку утворюють ці підприємства разом зі своїми дочірніми фірмами. Природно, що холдинг здійснює інвестування з метою зміцнити у довгостроковій перспективі становище своєї фінансової імперії, монополії, можливо, відмовившись при цьому навіть від значних прибутків.

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

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

Інституційні інвестори першої групи при інвестуванні дуже рідко використовують фондову біржу, «вуличний» (позабіржовий) ринок та інших фінансових посередників.

2. Інституційні інвестори, які здійснюють повсюдні інвестиції, не дотримуючись певного, заздалегідь обраного набору об'єктів інвестування, їх портфель інвестицій широкий і відносно стабільний. У цю групу входять інвестиційні компанії, страхові та пенсійні фонди тощо. Свій капітал вони формують за рахунок внесків остаточних інвесторів (насамперед, дрібних

(приватних осіб) і середніх), вкладаючи його у різноманітні цінні папери, щоб забезпечити певний рівень доходу на капітал.

У широкому розумінні всі інституційні інвестори другої групи можна назвати інвестиційними компаніями. Проте у вузькому розумінні *інвестиційна компанія* - це компанія, що формує свій капітал за рахунок внесків дрібних інвесторів на загальних підставах і не займається страховою чи будь-якою іншою діяльністю. Вкладення у цінні папери для неї - єдиний вид діяльності.

Інвестиційні компанії можна класифікувати за такими ознаками:

- юридичною формою - традиційно під інвестиційною компанією розуміють інвестиційне акціонерне товариство (формує свій капітал шляхом випуску та продажу акцій); інвестиційна ж фірма, яка управляє капіталом вкладників за їх довіреністю, називається трастом;

- спеціалізацією вкладень. Інвестиційна компанія може вкладати капітал у різні види цінних паперів (універсальна інвестиційна компанія) чи надавати перевагу вкладенням їх в окремий вид таких паперів. Спеціалізація інвестиційної компанії залежить від мети її акціонерів;

- ступенем свободи менеджерів у прийнятті рішень. З цих позицій розрізняють інвестиційну компанію, в якій менеджери мають широку свободу дій стосовно інвестицій, і таку, де менеджери мають обмежену свободу дій стосовно інвестицій.

Якщо інвестиційна компанія має лише один портфель інвестицій, то вона являє собою *інвестиційний фонд*, який може бути двох типів - відкритий і закритий. Відкритий інвестиційний фонд постійно випускає та продає нові акції, скуповуючи при цьому власні акції у всіх бажаючих продати їх за ринковою ціною. Згідно з умовами організації такого фонду всі інвестори можуть продавати його акції тільки самому фонду. Закритий інвестиційний фонд не вимагає продажу своїх акцій винятково самому собі. Нові акції випускаються ним відносно рідко, а курс акцій під впливом попиту та пропозиції на фондових ринках може коливатися від вартості активів фонду, що припадають на одну акцію.

3. Інституційні інвестори, які здійснюють повсюдні інвестиції, але не мають стабільного портфеля цінних паперів, називаються *інвестиційними дилерами.* Ці інституції прагнуть отримати прибуток шляхом спекулятивної гри на біржі. До них належать *торгові компанії, інвестиційні банки, фондові доми, інвестиційні пули* і т. д. За своїми функціями вони значно ближчі до посередників на ринку цінних паперів, ніж до інституцій інвестиційного ринку.

Широкий спектр послуг інвестору надають інжиніринго-консалтингові фірми. *Інжинірингo-консалтингова фірма* - це фірма, яка займається розробкою на договірних засадах різного роду документації - інформаційної, науково-технічної, проектно-кошторисної та іншої. Такі фірми накопичують банки даних про умови розміщення тих чи інших

об'єктів, галузеві, територіальні і міжрегіональні рівні конкуренції, нормативи, технічні умови виробництва будівельно-монтажних робіт, про регіональні рівні цін на інвестиційні товари. Згодом вони публікують цю інформацію у спеціалізованих періодичних довідниках. Такі фірми залежно від своєї спеціалізації можуть мати у своєму розпорядженні широкий портфель типових проектів, які відповідають рівням світових стандартів. Інжинірингова фірма за замовленням окремого інвестора виконує техніко-економічне обґрунтування проекту, розробляє бізнес-план, може здійснювати моніторинг проекту, авторський і технічний нагляд при його виконанні, організовувати та проводити тендерні торги.

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

3.3. Методи вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку.

Вивчення ринкової кон'юнктури інвестиційного ринку особливо важливо для інвесторів через більші ризики, що тягнуть за собою зниження доходів і втрату інвестованого капіталу.

Динаміка кон'юнктури інвестиційного ринку характеризується постійними коливаннями окремих його елементів. Ці коливання мають різний характер:

1. За масштабом коливань:
- ринку в цілому;
- окремих видів ринку;
- окремих сегментів ринку;
- окремих інвестиційних товарів і інструментів

2. За тривалістю коливань кон'юнктури:
- надстрокові коливання (від декількох годин до декількох днів, виникають під впливом неправильної інформації, непередбачені);
- короткострокові коливання (від декількох днів до декількох тижнів, викликані активною спекулятивною грою, реакцією на зміни закордонних інвестиційних ринків);
- середньострокові коливання (від декількох тижнів до декількох місяців, «ринкові хвилі», під дією сезонних факторів);
- довгострокові коливання (від декількох місяців до декількох років, під зміною фаз розвитку економіки країни в цілому і т. д.)

Як і для всякого ринку, для сегментів інвестиційного ринку характерні чотири основні стадії його розвитку - кон'юнктурний підйом, кон'юнктурний бум, період стабільності, кон'юнктурний спад.

а) Підйом кон'юнктури пов'язаний з підвищенням активності ринкових процесів у зв'язку з пожвавленням економіки в цілому. Прояв підйому кон'юнктури характеризується зростанням обсягу попиту на окремі інвестиційні товари та інструменти, підвищенням рівня цін (ставки відсотка) на них, зростанням конкуренції серед операторів інвестиційного ринку, інвестиційних посередників і т.п. Фондовий ринок у період підйому кон'юнктури характеризується як "бичий".

б) Кон'юнктурний бум характеризує різке зростання попиту на основні інвестиційні товари та інструменти, особливо об'єкти інвестування, що пропозиція (незважаючи на його ріст) повністю задовольнити не може. У цей період зростають ціни (ставки відсотка) на об'єкти інвестування, підвищуються доходи інвесторів, інвестиційних посередників і операторів інвестиційного ринку. "Бичий ринок" у цей період досягає свого піка.

в) Ослаблення кон'юнктури інвестиційного ринку зв'язано зі зниженням інвестиційної активності у зв'язку з початком спаду в економіці в цілому, відносно високою пропозицією різних інвестиційних товарів, інструментів і послуг при зниженні попиту на них. Для цієї стадії характерні спочатку стабілізація, а потім і початок зниження цін на більшість інвестиційних товарів і інструментів. Фондовий ринок у цей період починає формуватися як "ведмежий".

г) Кон'юнктурний спад на інвестиційному ринку є найбільш несприятливим його періодом з позицій інвестиційної активності, обсягу продажу інвестиційних товарів і інструментів і рівня їхньої прибутковості (крім боргових цінних паперів і депозитних внесків). На цій стадії кон'юнктури інвестиційного ринку істотно знижуються ціни на об'єкти інвестування, "ведмежий ринок" досягає свого піка.

Слід зазначити, що для різних ринків у складі інвестиційного ринку стадії не однакові, що дає можливість переливання інвестиційного капіталу з об'єктів інвестицій ринку на спаді в об'єкти ринку на підйомі. Крім того, у рамках одного ринку, наприклад акцій, є різна кон'юнктура різних акцій. Це створює передумови оптимізації інвестиційної діяльності підприємства з метою одержання стабільного й високого доходу від цієї діяльності.

При вивченні кон'юнктури інвестиційного ринку використовують технічні (прикладні, трендові) і фундаментальні (факторні) методи. Метод технічного аналізу засновано на розширенні виявленої в процесі попереднього дослідження кон'юнктурних тенденцій зміни рівня цін на майбутній період (використовують лише для короткострокового і середньострокового прогнозування).

Найбільш широке використання мають методи фундаментального аналізу. Він заснований на дослідженні окремих факторів, що впливають на динаміку досліджуваних показників і визначенні можливої зміни цих факторів у майбутньому періоді. Усі фактори поділяють на такі групи:

- макроекономічні фактори;
- галузеві фактори;
- регіональні фактори;
- внутрішньо ринкові фактори;
- мікроекономічні фактори;
- конкретні фактори.

На основі фундаментального аналізу використовуються наступні методи:

1.Метод прогнозування «вниз».

2.Метод прогнозування «знизу вгору».

3.Імовірнісний метод прогнозування (в умовах недоліку вихідної інформації, що характеризує майбутню динаміку макроекономічних факторів).

4.Метод економетричного моделювання прогнозованих показників (досліджується вплив окремих факторів на розвиток досліджуваних показників, потім ранжуються і відбираються для побудови моделі найбільш значимі фактори, за якими будується багатофакторна модель, після цього встановлюється планове значення окремих факторів).

5.Метод моделювання інвестиційних і фінансових коефіцієнтів (використовують в основному для прогнозування показників розвитку окремих учасників інвестиційного ринку).

6.Метод об'єктно-орієнтованого моделювання (засновано на розкладі окремих прогнозованих інтегральних показників при використанні комп'ютерних електронних таблиць).

Характер всіх форм коливань кон'юнктури відображають різні індикатори інвестиційного ринку. Індикатори інвестиційного ринку являють собою агреговані індекси динаміки поточних ринкових цін, що відображають стан кон'юнктури в розрізі окремих його видів і сегментів. Найбільше широко система таких індикаторів представлена на фондовому ринку країн з розвиненою ринковою економікою - США (індекси Доу-Джонса, Стэндард энд Пурз, Мудиз і інші), Великобританії (індекс Рейтера), Німеччини (індекс Франкфурт Альгемайне Цайтунг), Японії (індекс Никкей) і інших.

Із усього різноманіття індексів інвестиційного ринку, використовуваних у світовій практиці, найбільш популярним є індекс Доу-Джонса (промисловий). Він характеризує усереднений показник динаміки поточних курсів акцій 30 провідних промислових компаній США. Цей показник є основним індикатором кон'юнктури інвестиційного ринку США, на який орієнтуються інвестори багатьох країн.

Всі коливання відображують індикатори інвестиційного ринку - це агреговані індекси динаміки поточних ринкових цін, що відбивають стан кон'юнктури в розрізі окремих його видів і сегментів. За цими

показниками визначається стан інвестиційної діяльності в країні, рівень ділової активності. В таблиці 3.2 наведено основні світові фондові індекси.

Таблиця 3.2

Національні фондові індекси

Країна	Біржа	Індекс
США	Нью-Йоркська фондова (NYSE)	NYSE Composite, Standart & Poor's 500, Dow Jones Industrial
	Американська фондова (AMEX)	AMEX Composite Index
	Позабіржовий ринок (NASDAQ)	NASDAQ Composite Index
Японія	Токійська фондова (TSE)	Nikkey Average, TOPIX
Великобританія	Лондонська фондова (LSE)	FT-SE 30
Євросоюз	Euronext	Euronext

У нашій країні також пропонуються до використання ряд індексів інвестиційного ринку, розроблених окремими комерційними виданнями й консультативними агентствами ведучих інвестиційно-фінансових інститутів. Однак ефективне їх використання у вітчизняній інвестиційній практиці ускладнено рядом факторів.

3.4. Етапи вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку.

У зв'язку із *циклічним розвитком і постійною мінливістю* інвестиційного ринку в розрізі окремих його видів і сегментів необхідно систематично вивчати стан його кон'юнктури для формування ефективної інвестиційної стратегії, корегування інвестиційної політики по окремих аспектах, прийняття економічно обґрунтованих поточних інвестиційних рішень. Це вивчення охоплює наступні три етапи:

1. Поточне спостереження за станом інвестиційного ринку, у першу чергу, в тих сегментах, в яких підприємство здійснює свою інвестиційну діяльність. Таке спостереження вимагає формування цілеспрямованої системи показників, що характеризують окремі його елементи (попит, пропозиція, ціна, конкуренція), а також організації постійного їхнього моніторингу. Результати поточного спостереження за кон'юнктурою інвестиційного ринку фіксуються в табличній або графічній формах.

2. Аналіз поточної кон'юнктури інвестиційного ринку й виявлення сучасних тенденцій її розвитку. Цей аналіз ґрунтується на виявленні особливостей конкретних сегментів інвестиційного ринку і тих змін, які відбуваються на ринку в момент спостереження в порівнянні з попереднім періодом. Аналіз кон'юнктури інвестиційного ринку проводиться у два

етапи. На першому етапі аналізу проводиться розрахунок системи аналітичних показників, що характеризують поточну кон'юнктуру інвестиційного ринку (на основі інформативних показників поточного спостереження). На другому етапі виявляються передумови до зміни поточної стадії кон'юнктури інвестиційного ринку.

3. Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку для вибору основних напрямків стратегії інвестиційної діяльності і формування інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) підприємства. Такий прогноз здійснюється по наступних трьох етапах:

а) вибір періоду прогнозування. Розрізняють короткостроковий (до одного місяця), середньостроковий (на кілька майбутніх місяців) і довгостроковий (до двох років) прогноз кон'юнктури інвестиційного ринку. Короткостроковий прогноз служить для вироблення поточних інвестиційних рішень в області формування інвестиційних ресурсів, програми поточної реновації активної частини основних коштів, портфеля короткострокових фінансових вкладень і т.п.; він розробляється з урахуванням впливу короткострокових факторів, виявлених у процесі аналізу короткострокових коливань кон'юнктури на окремих сегментах інвестиційного ринку. Середньостроковий прогноз служить для корегування інвестиційної політики по окремих аспектах інвестиційної діяльності; формування портфеля довгострокових фінансових вкладень і некапіталомістких об'єктів реального інвестування. Довгостроковий прогноз зв'язаний насамперед з виробленням інвестиційної стратегії і формуванням інвестиційних рішень про реалізацію великих (капіталомістких) реальних інвестиційних проектів;

б) визначення глибини прогнозних розрахунків. Ця глибина визначається цілями інвестиційної діяльності й пов'язана з відповідною поглибленою сегментацією інвестиційного ринку (ринку об'єктів реального інвестування, ринку цінних паперів і т.п.);

в) вибір методів прогнозування і здійснення прогнозних розрахунків. Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку здійснюється в сучасних умовах двома основними групами методів - "технічним" (як його аналог використовуються терміни "прикладний" або "трендовий") і "фундаментальним" (як його аналог використовується термін "факторний"). Обидві групи методів можуть бути доповнені при прогнозуванні кон'юнктури інвестиційного ринку методом експертних оцінок.

Для вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку підприємство повинне будувати систему його моніторингу для постійного відстеження динаміки ринку за основними показниками як макроекономічного розвитку, так і розвитку сегментів ринку. Світова практика роботи на ринках інвестицій має вже розвинену систему індикаторів інвестиційної привабливості окремих ринків і об'єктів, регулярно публікуються рейтинги

об'єктів інвестування, оцінювані експертами. У нашій країні ця практика тільки починає свій розвиток, що визначається початковою стадією розвитку інвестиційного ринку і складністю одержання достовірної інформації.

Макроекономічне вивчення інвестиційного ринку спрямовано на оцінку інвестиційного клімату країни та включає вивчення прогнозів:

- динаміки валового внутрішнього продукту, національного доходу і обсягів виробництва промислової продукції;
- динаміки розподілу національного доходу (нагромадження і споживання);
- розвитку приватизаційних процесів;
- законодавчого регулювання інвестиційної діяльності;
- розвитку окремих інвестиційних ринків, особливо фондового і грошового.

Вивчення інвестиційної привабливості окремих галузей економіки спрямовано на вивчення їхньої кон'юнктури, динаміки і перспектив потреб суспільства в продукції цих галузей. Кожний тип продукції підприємств галузі в розвитку проходить певний життєвий цикл, що включає народження, зростання, розширення, зрілість і спад. Потреби суспільства визначають пріоритети в розвитку окремих галузей.

Основним показником оцінки інвестиційної привабливості галузей приймається рівень прибутковості використовуваних активів, що розраховується у двох варіантах:

- прибуток від реалізації продукції (товарів, послуг), віднесена до загальної суми використовуваних активів;
- балансовий прибуток, віднесений до загальної суми використовуваних активів.

Детальний аналіз інвестиційної привабливості по підгалузям здійснюється по цих же показниках.

Відзначимо, що дослідження з наведених показників дає «поточну» оцінку, інвестиційна привабливість повинна розглядатися з урахуванням інфляційних процесів і динаміки зміни банківських ставок по кредитах. Необхідно оцінити перспективи розвитку галузі та підгалузей (стабільність розвитку, забезпеченість розвитку фінансовими ресурсами, ступінь державної підтримки, прибутковість реалізації продукції та ін.), рівні інвестиційних ризиків (конкурентоспроможність підприємств і продукції в галузі, рівень соціальної напруженості в галузі та ін.).

Загальна оцінка інвестиційної привабливості галузей (підгалузей) виступає у вигляді інтегрального показника, що розраховується підсумовуванням добутків значень окремих показників на їхню значимість (в % або частках одиниці) при прийнятті інвестиційних рішень. При оцінці варто також враховувати фактори, оцінювані не кількісно, а тільки якісно.

Оцінка інвестиційної привабливості регіонів відіграє важливу роль при плануванні інвестиційної діяльності. Продукція та підприємства однієї галузі (підгалузі), що перебувають у різних регіонах, мають досить різну привабливість. Це залежить від таких факторів, як місце розташування, розвиток транспортної мережі, характеристика соціальних умов, розвиток інфраструктури, природно-кліматичні умови і наявність ресурсів та ін.

Оцінка інвестиційної привабливості регіонів країни проводиться по різних значимих факторах, і показники регіону порівнюються із середніми показниками по країні.

Оцінку можна провадити як по всіх факторах рівнозначно, так і ранжувати їх по ступеню значимості. Це залежить від конкретного регіону, постановки завдання прогнозування інвестиційної привабливості, вибору певної галузевої спрямованості інвестицій і т.д.

Подальше поглиблення в оцінку інвестиційної привабливості припускає оцінку інвестиційної привабливості сегментів ринку інвестицій (реальних, фінансових і інноваційних конкретних проектів, підприємств, об'єктів). При розгляді інвестиційної привабливості конкретного підприємства (з погляду потенційних інвестицій у вигляді як капітальних вкладень, так і фінансових інвестицій) проводиться фінансовий аналіз його діяльності по показниках фінансової стабільності, прибутковості, ліквідності активів, оборотності активів та ін.

Контрольні запитання:

1. Дайте визначення інвестиційного ринку.
2. Опишіть структуру інвестиційного ринку.
3. Як класифікуються суб'єкти інвестиційного ринку?.
4. Якими методами може досліджуватись кон'юнктура інвестиційного ринку?
5. Охарактеризуйте стадії розвитку інвестиційного ринку.
6. Назвіть найбільш відомі індекси інвестиційного ринку.
7. Опишіть етапи дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку.
8. Яку роль відіграє оцінка інвестиційної привабливості по рівнях при плануванні інвестиційної діяльності?

ТЕМА 4
РОЗРОБЛЕННЯ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМКІВ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

4.1. Сутність та значення інвестиційної стратегії.
4.2. Завдання інвестиційної стратегії.
4.3. Оцінка ефективності інвестиційної стратегії.

4.1. Сутність та значення інвестиційної стратегії.

Успішний розвиток підприємства в умовах ринкової економіки нерозривно пов'язаний із процесом довгострокового інвестування. Інвестиційна діяльність організації у всіх її формах не може зводитися до задоволення поточних інвестиційних потреб, обумовлених необхідністю заміни активів, що вибувають, або їх приросту у зв'язку зі змінами, що відбуваються, обсягу і структури господарської діяльності. На сучасному етапі все більше організацій усвідомлюють необхідність перспективного управління інвестиційною діяльністю на основі наукової методології передбачення її напрямків і форм, адаптації до загальних цілей розвитку підприємства і умов зовнішнього інвестиційного середовища, що змінюються. Ефективним напрямком перспективного управління інвестиційною діяльністю організації виступає управління інвестиційною діяльністю підприємства на принципах стратегічного менеджменту. В основі такого управління лежить інвестиційна стратегія підприємства.

Інвестиційну стратегію можна визначити як систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності організації, обумовлених загальними завданнями її розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибір найбільш ефективних шляхів їхнього досягнення. Інвестиційну стратегію можна представити як генеральний напрямок (програму, план) інвестиційної діяльності організації, що в довгостроковій перспективі повинне привести до досягнення інвестиційних цілей і одержання очікуваного інвестиційного ефекту.

Інвестиційна стратегія визначає можливості поліпшення результатів господарювання суб'єкта за допомогою інвестицій, тобто окреслює напрями інвестування з метою одержання прибутку і збільшення власних активів. Згідно з обраною стратегією інвестор оцінює альтернативні інвестиційні проекти, провадить їх техніко-економічне обґрунтування, селекціонування, відбираючи найперспективніші, і формує з останніх відповідні інвестиційні портфелі.

Така *стратегія* звичайно називається *активною* або *агресивною*, максимально спрямованою на прибуток. Противагою активній стратегії є пасивна, за якої інвестор прагне забезпечити непогіршення показників своєї господарської діяльності.

Інвестиційна стратегія суб'єкта господарювання звичайно формується в спеціальному письмовому документі, який містить вказівки інвестиційним менеджерам стосовно придбання і продажу тих чи інших активів залежно від кон'юнктури ринку, структури портфеля, послідовності інвестиційних рішень.

Інвестиційна стратегія визначає: головні цілі інвестиційної політики щодо дохідності, ліквідності, ризику та зростання капіталу; відповідальних за проведення політики та їх обов'язки; рекомендації стосовно складу активів інвестиційного портфеля, видів цінних паперів, їх інвестиційних якостей; умови придбання та продажу активів, строків їх зберігання і переміщення з одного портфеля в інший; правила обліку, додержання нормативів, звітності, комп'ютерного забезпечення; способи управління інвестиційним портфелем та підтримки відповідних пропорцій між первинним і вторинним резервами цінних паперів (активів), їх використання суворо за призначенням.

Залежно від типу інвестора - фінансово-кредитна установа (інституційний інвестор) або підприємство (компанія) - визначаються форми інвестування і пріоритетність цілей інвестиційної стратегії. Так, *інвестиційна стратегія компанії* передбачає насамперед запровадження реальних інвестиційних проектів і формування портфелів такого типу. Ця форма інвестування забезпечує підприємству швидкий розвиток та освоєння нових видів продукції і розширення ринків збуту. Фінансові інвестиції здійснюються підприємством на високій стадії розвитку. Така компанія формує портфель цінних паперів з боргових інструментів та інструментів власності з метою поширення впливу на ринок, підвищення конкурентоспроможності. Фінансово-кредитні установи розроблюють, як правило, стратегію управління портфелем цінних паперів, але можуть опрацьовувати і спільну стратегію щодо реальних інвестиційних проектів, якщо входять до складу промислово-фінансових груп або консорціумів. *Інвестиційна стратегія інституційного інвестора* повинна бути спрямована на підтримку відповідних пропорцій між первинним і вторинним резервами активів у складі портфеля. Таким чином, інвестиційна стратегія має передбачати мінімальне використання активів вторинного і первинного резервів для покращення фінансового стану, адже продаж цих паперів звичайно здійснюється за номінальною вартістю або нижче від номіналу.

Згідно з розробленою стратегією інвестор прагне оптимізувати свій портфель таким чином, щоб забезпечити досягнення всіх стратегічних цілей шляхом найпридатніших поєднань усіх чинників.

Розробка інвестиційної стратегії фірми є досить складним творчим процесом, що вимагає високої кваліфікації виконавців. Насамперед, формування стратегії базується на прогнозуванні окремих умов здійснення інвестиційної діяльності (інвестиційного клімату) і кон'юнктури

інвестиційного ринку як у цілому, так і в розрізі окремих його сегментів, що є досить трудомістким процесом. Вихідною передумовою розробки інвестиційної стратегії є загальна стратегія економічного розвитку підприємства. Інвестиційна стратегія при цьому розглядається як один з головних факторів забезпечення ефективного розвитку компанії відповідно до обраної нею загальної економічної стратегії.

На першому етапі стратегічного процесу управління інвестиційною діяльністю підприємства формуються *стратегічні цілі інвестиційної діяльності*, які повинні виходити, насамперед, із системи цілей загальної стратегії економічного розвитку. Ці цілі можуть бути сформовані у вигляді забезпечення приросту капіталу; зростання рівня прибутковості інвестицій і суми доходу від інвестиційної діяльності; зміни технологічної й відтворювальної структури капітальних вкладень; зміни галузевої й регіональної спрямованості інвестиційних програм і т.п. При цьому формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності повинне погоджуватися зі стадіями життєвого циклу й цілями господарської діяльності підприємства. Реалізація стратегічних цілей інвестиційної діяльності здійснюється по двох напрямках. Один з них охоплює розробку стратегічних напрямків інвестиційної діяльності, інший - розробку стратегії формування інвестиційних ресурсів. Цей етап є найбільш відповідальним і складним.

Розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності базується на системі цілей цієї діяльності. Вибір того або іншого напрямку інвестиційної діяльності істотно залежить від стадій життєвого циклу підприємства. На стадії зародження потрібні більші інвестиції, оскільки компанія створює свої конкурентні переваги. Вона вкладає кошти в НДКР, збут, сервіс. Якщо компанія вклала кошти в створення конкурентних переваг, вона займатиме сильну конкурентну позицію

На стадії зростання природною стратегією є зростання компанії з розширенням ринку. Компанії потрібні значні вкладення для підтримки свого успіху. Одночасно компанії намагаються консолідувати існуючі маркетингові ніші й увійти в нові. Отже, компанії повинні вкладати ресурси в маркетинг, крім того, вони повинні остаточно вибрати свою базову стратегію (наприклад, слабкі компанії - фокусування).

При вповільненні росту конкуренція зростає й компаніям із сильною конкурентною позицією потрібні ресурси на розширення ринку за рахунок частки слабких компаній. Характер інвестицій залежить від стратегії фірм. Наприклад, для цінового лідера при погрозі цінової війни важливі вкладення в управління вартістю, а при диференціації необхідно підсилити продуктовий діапазон і мережі розподілу.

На стадії зрілості компанії в умовах конкуренції, що підсилюється, прагнуть захистити свої позиції. Тому інвестиції вкладаються в підтримку стратегії. На цій стадії компанії бажають повернути свої минулі інвестиції.

Поки нові прибутки реінвестувались у справу, дивіденди були малі, а тепер компанії можуть обрати стратегію максимальних прибутків власників.

4.2. Завдання інвестиційної стратегії.

В процесі розробки стратегічних напрямків інвестиційної діяльності повинні вирішуватись такі завдання:

1. Визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду.
2. Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності.
3. Визначення регіональної спрямованості інвестиційної діяльності.

Визначення *співвідношення різних форм інвестування* на окремих етапах перспективного періоду пов'язано з функціональною спрямованістю діяльності компанії (фірми). Так, інституціональні інвестори, здійснюють свою інвестиційну діяльність переважно на фондовому ринку. Отже, основною формою їх довгострокової інвестиційної діяльності буде інвестування в акції, облігації, ощадні сертифікати й інші фондові інструменти. Питома вага реального інвестування в таких компаній може коливатися лише в межах, дозволених законодавством для кожної із цих груп інвесторів.

У той же час у компаній (фірм), що здійснюють виробничу діяльність, переважною формою інвестування будуть реальні вкладення (у формі капітальних вкладень, покупки об'єктів приватизації і т.п.). Саме ця форма інвестування дозволяє таким компаніям розвиватися найбільш високими темпами, освоювати нові види продукції, проникати на нові товарні та регіональні ринки. Фінансові інвестиції таких компаній пов'язані, як правило, з короткостроковими вкладеннями тимчасово вільних коштів або здійснюються з метою встановлення контролю за діяльністю окремих компаній (підприємств-партнерів, підприємства-конкурентів і т.п.).

Співвідношення різних форм інвестування в тривалій перспективі істотно коливається в залежності від стадій життєвого циклу компанії або фірми (за винятком вищезгаданих інституціональних інвесторів, для яких установлені межі цього співвідношення). Так, на стадіях «народження» і «дитинства» більша частка інвестицій носить реальну форму; на стадії «юності» ці інвестиції також переважають, і лише на більше пізніх стадіях життєвого циклу компанії (фірми) можуть дозволити собі істотне розширення питомої ваги фінансових інвестицій. Певний вплив на співвідношення різних форм інвестування роблять і розміри компаній (фірм). Інвестиційна діяльність невеликих і середніх по розміру компаній у більшій мірі пов'язана з реальними інвестиціями, чим великих компаній, у яких частка фінансових інвестицій звичайно вище. І, нарешті, певний вплив на співвідношення реальних і фінансових інвестицій робить загальний стан економіки, що визначає кон'юнктуру окремих сегментів

інвестиційного ринку. В умовах нестабільного розвитку економіки, високих темпів інфляції, ефективність реального інвестування істотно знижується при одночасному зростанні інвестиційних ризиків. В такі періоди найбільш ефективними є фінансові інвестиції, особливо короткострокові (за умови, що прибутковість цих інвестицій перевищує темпи інфляції).

З урахуванням цих умов співвідношення різних форм інвестування диференціюється по окремих етапах інвестиційної стратегії.

Визначення *галузевої спрямованості інвестиційної діяльності* є найбільш складним завданням розробки інвестиційної стратегії. Вона вимагає поетапного підходу до прогнозування інвестиційної діяльності в зв'язку із загальною стратегією економічного розвитку.

На першому етапі досліджується доцільність галузевої концентрації або диверсифікації інвестиційної діяльності. Як правило, початкові етапи діяльності компанії (фірми) пов'язані з концентрацією її на одній галузі, найбільш знайомій інвесторам. У той же час слід зазначити, що серед інвесторів, що використовують цю стратегію, найбільше число банкрутств. Це пов'язане з тим, що концентрація пов'язана з більш високим рівнем інвестиційних ризиків, чим можуть дозволити собі багато інвесторів.

Стратегія галузевої концентрації може бути використана лише на перших трьох стадіях життєвого циклу компанії (фірми), тому що при сприятливих обставинах вона може забезпечити найбільш високі темпи виробничого розвитку або збільшення капіталу. На наступних стадіях життєвого циклу компанії в міру задоволення потреби в продукції (товарах, послугах) основного контингенту споживачів, їй на зміну повинна прийти стратегія галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності.

На другому етапі досліджується доцільність різних форм галузевої диверсифікованості інвестиційної діяльності в рамках певної групи галузей. Такими групами можуть бути галузі сільськогосподарського виробництва, харчової промисловості, транспорту і т.п. Така галузева диверсифікованість дозволяє інвестору більш широко використовувати накопичений досвід у сфері маркетингу, виробничих технологій і т.п., а, отже, і більшій мірі визначати ефективність інвестування. Крім того, використання галузевої диверсифікації дозволяє істотно знизити рівень інвестиційних ризиків.

Разом з тим, така стратегія інвестиційної діяльності не позбавлена певних недоліків, оскільки суміжні галузі в рамках певної групи мають аналогічний у часі галузевий життєвий цикл, що підсилює інвестиційний ризик, особливо в традиційних галузях економіки. Крім того, продукція таких галузей піддається впливу однакових в часі кон'юнктурних циклів, що в ще більшому ступені підсилює інвестиційний ризик в окремі несприятливі періоди. Тому використання стратегії диверсифікації

інвестиційної діяльності в рамках певної групи галузей ефективно лише при сприятливому прогнозі кон'юнктури відповідних товарних ринків.

На третьому етапі досліджується доцільність різних форм диверсифікованості інвестиційної діяльності в розрізі різних не зв'язаних між собою груп галузей. Необхідність використання такої стратегії визначається тим, що для багатьох великих і середніх компаній, що здійснюють свою діяльність протягом тривалого періоду, традиційно вибрані галузі стримують темпи перспективного розвитку, одержання високої віддачі від інвестицій, а іноді викликають стратегічну уразливість у конкурентній боротьбі. Забезпечити нові можливості може інвестування в інші альтернативні групи галузей.

Умовою здійснення такої диверсифікованості інвестиційної діяльності є формування так званих «стратегічних господарських центрів». Стратегічний господарський центр являє собою самостійну структурну одиницю компанії, що включає кілька стратегічних зон господарювання. Стратегічний господарський центр повністю формує свою інвестиційну стратегію, що є самостійним складеним елементом інвестиційної стратегії компанії. За рахунок вибору галузей з різними стадіями життєвого циклу та з різними в часі коливаннями кон'юнктури на їхню продукцію істотно знижується рівень інвестиційних ризиків.

Визначення *регіональної спрямованості інвестиційної діяльності* пов'язано при розробці інвестиційної стратегії компанії із двома основними умовами. Першою умовою, що визначає необхідність такої розробки, є розмір компанії. Переважна більшість невеликих фірм здійснюють свою діяльність у межах одного регіону по місцю проживання інвесторів. Для таких фірм можливості регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності обмежені недостатністю інвестиційних ресурсів. Принципова можливість регіональної диверсифікованості можлива лише при фінансових інвестиціях, однак їх обсяг у таких фірм невеликий, тому інвестиційні рішення можуть прийматися не в рамках розроблювальної стратегії, а при формуванні інвестиційного портфеля. Другою умовою, що визначає необхідність такої розробки, є тривалість функціонування компанії (фірми). На перших стадіях її життєвого циклу господарська і інвестиційна діяльність зосереджені в рамках одного регіону, і лише за подальшого розвитку компанії (фірми) виникає потреба в регіональній диверсифікованості інвестиційної діяльності. Основою розробки регіональної спрямованості інвестиційної діяльності є оцінка інвестиційної привабливості окремих регіонів.

Якщо цілі стратегічного розвитку компанії (фірми) не обмежуються рамками країни, то при розробці інвестиційної стратегії (особливо при регіональній диверсифікованості реальних інвестицій) варто використовувати рейтинги інвестиційної привабливості країн СНД і інших держав, розроблені незалежними міжнародними експертами.

Розроблені стратегічні напрямки інвестиційної діяльності диференціюються потім по певних періодах їхньої реалізації.

4.3. Оцінка ефективності інвестиційної стратегії.

Конкретизація інвестиційної стратегії по періодах її реалізації передбачає встановлення послідовності та строків досягнення окремих цілей і стратегічних завдань. У процесі цієї конкретизації забезпечується зовнішня і внутрішня синхронізація в часі. Зовнішня синхронізація передбачає узгодження в часі реалізації інвестиційної стратегії із загальною стратегією економічного розвитку компанії, а також із прогнозованими змінами кон'юнктури інвестиційного ринку. Внутрішня синхронізація передбачає узгодження в часі реалізації окремих напрямків інвестування між собою, а також з формуванням необхідних для цього інвестиційних ресурсів.

Оцінка ефективності розробленої інвестиційної стратегії здійснюється на основі наступних критеріїв:

1) погодженість інвестиційної стратегії компанії (фірми) із загальною стратегією її економічного розвитку. При цьому досліджується погодженість цілей, напрямків і етапів реалізації цих стратегій;

2) внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки визначається, наскільки погоджуються між собою окремі стратегічні цілі і напрямки інвестиційної діяльності, а також послідовність їхнього виконання;

3) погодженість інвестиційної стратегії із зовнішнім середовищем. При цьому оцінюється, наскільки розроблена інвестиційна стратегія відповідає прогнозованим змінам економічного розвитку та інвестиційного клімату країни, а також кон'юнктури інвестиційного ринку;

4) реальність інвестиційної стратегії з урахуванням наявного ресурсного потенціалу. У процесі такої оцінки в першу чергу розглядаються потенційні можливості компанії у формуванні фінансових ресурсів, за рахунок власних джерел. Крім того, оцінюється кваліфікаційна підготовленість персоналу і технічна оснащеність компанії з позицій завдань реалізації інвестиційної стратегії. В окремих випадках розглядається також можливість залучення до реалізації інвестиційної стратегії необхідних фінансових, технологічних, сировинних, енергетичних і інших ресурсів;

5) прийнятність рівня ризику, пов'язаного з реалізацією інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки розглядаються рівні основних інвестиційних ризиків і їх можливі фінансові наслідки для компанії;

6) результативність інвестиційної стратегії. Оцінка результативності інвестиційних програм базується, насамперед, на визначенні економічної ефективності їхньої реалізації. Поряд із цим оцінюються позаекономічні результати, що досягаються в процесі реалізації інвестиційної стратегії

(зростання іміджу компанії, поліпшення умов - обслуговування клієнтів і т.п.).

Після завершення планового процесу перед підприємством встає завдання її впровадження і реалізації у відповідності з інвестиційними цілями і розробленими планами.

Для попередження можливих помилок і недоробок, своєчасного виявлення відхилень від заданого напрямку, ефективного досягнення поставлених завдань у встановлений термін підприємству необхідно встановити механізм оцінок і контролю, що повинен включати:

- визначення критеріїв для оцінки результатів;
- зіставлення фактичних показників з наміченими;
- аналіз відхилень між ними;
- внесення корегувань в стратегію, якщо буде потреба.

Такий механізм контролю передбачає наявність системи зворотного зв'язку і в залежності від результатів може служити для перегляду цілей інвестиційної діяльності та стратегії.

Контрольні запитання:

1. Дайте визначення інвестиційної стратегії.
2. Охарактеризуйте активну та пасивну інвестиційні стратегії.
3. Як класифікуються інвестиційні стратегії в залежності від типу інвестора?
4. Як змінюються інвестиційні стратегії в залежності від життєвого циклу компанії?
5. Які завдання вирішує інвестиційна стратегія?
6. Опишіть стратегії галузевої концентрації і галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності, які в них переваги і недоліки?
7. Як визначається регіональна спрямованість інвестиційної діяльності?
8. Як оцінюється ефективність інвестиційної стратегії?
9. За якими критеріями оцінюється ефективність інвестиційної стратегії?

ТЕМА 5
РОЗРОБЛЕННЯ СТРАТЕГІЇ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

5.1. Етапи розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів.
5.2. Джерела формування інвестиційних ресурсів.
5.3. Стадії визначення потреби в інвестиційних ресурсах.
5.4. Вивчення джерел формування інвестиційних ресурсів.
5.5. Оптимізація структури інвестиційних ресурсів.

5.1. Етапи розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів.

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів покликана забезпечити інвестиційну діяльність в передбачених обсягах; найбільш ефективне використання власних коштів, що направляються на ці цілі, а також фінансову стабільність компанії в довгостроковій перспективі.

В процесі розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів необхідно дотримуватись наступних *етапів*:

1. Прогнозування потреби в загальному обсязі інвестиційних ресурсів. На цьому етапі визначається необхідний обсяг фінансових коштів для інвестування.

2. Вивчення можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел. При всьому різноманітті джерел фінансування їх можна звести до трьох основних форм:

- самофінансування (власні фінансові ресурси й внутрішньогосподарські резерви інвестора);
- боргове зовнішнє фінансування (позикові кошти інвесторів або передані їм кошти);
- прямі інвестиції (залучені фінансові кошти інвестора).

3. Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів.

Звичайно розглядаються п'ять основних методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів:

- повне самофінансування;
- акціонерне;
- кредитне фінансування;
- лізинг або селенг;
- змішане фінансування.

З урахуванням перерахованих методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів визначаються пропорції в структурі джерел інвестиційних ресурсів.

4. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

5.2. Джерела формування інвестиційних ресурсів.

Грошові кошти, що знаходяться в розпорядженні підприємця, є його *фінансовими ресурсами.* Вони спрямовуються на розвиток підприємницької діяльності, утримання об'єктів невиробничої сфери, на споживання і створення резервів.

Частина фінансових ресурсів, що направляється на фінансування предметів і засобів праці, робочої сили та інших елементів виробництва, складає капітал підприємства у грошовій формі.

Таблиця 5.1

Джерела фінансових ресурсів підприємства і їх цільове використання

Джерела	Використання фінансових ресурсів		
	інвестицій	споживання	резервів
Прибуток (чистий)	+	+	+
Мобілізація внутрішніх ресурсів	+		+
Амортизаційні відрахування	+		+
Пайові внески (статутний чи акціонерний капітал)	+		+
Страхові внески до Пенсійного фонду	+	+	
Кошти від розміщення власних цінних паперів та реалізації цінних паперів інших емітентів	+	+	+
Кредиторська заборгованість	+	+	
Кредити та позички	+	+	
Спонсорство	+	+	
Державні субсидії	+		

Прибуток — це фінансовий ресурс, що використовується як на споживання, так і нагромадження; це різниця між виручкою від реалізації продукції (послуг, робіт, товарів) без податку на додану вартість, акцизів, інших податків і витратами на виробництво та реалізацію (собівартістю).

Найважливіше джерело фінансових ресурсів - *амортизація.* Амортизаційні відрахування формуються в результаті перенесення вартості основних фондів на вартість продукту, у сукупності вони складають амортизаційний фонд. Методи прискореної амортизації забезпечують швидке відновлення основних фондів і приріст виробництва. У будь-якій країні світу держава регулює (нормує) амортизаційні відрахування, надаючи амортизаційні пільги та зменшуючи розмір прибутку, що оподатковується. Тим самим підприємство отримує дійовий стимул і має можливість протидіяти моральному зносу фондів, прискорює відновлення

активної частини фондів та одержує міцний фінансовий ресурс для інвестування.

Пайові внески - грошові та інші кошти, сплачені юридичними і фізичними особами для ведення спільного підприємництва. Вони обов'язкові при вступі до товариства з обмеженою відповідальністю, повного та командитного товариства. Страхові внески та внески до Пенсійного фонду беруть участь у забезпеченні відтворення виробничих сил як засобів праці та робочої сили. Ці інвестиції, як правило, називають ануїтетом (щорічним платежем). Через певний час вони мають принести інвесторові регулярні доходи.

Кредиторська заборгованість - стійке джерело фінансових ресурсів, що постійно перебуває у розпорядженні підприємства. Воно прирівнюється до власних коштів. Це передусім заборгованість постачальникам за відвантажені товари, термін оплати яких ще не настав. До кредиторської заборгованості належить також перехідна заборгованість бюджету, заборгованість за відрахування у позабюджетні фонди.

Державне субсидіювання може здійснюватися у таких формах: прямі позички, гарантовані позички, гранти на певні проекти, пайова участь, прямі дотації, страхування. Субсидуючи проект, уряд звичайно висуває ті ж умови, що й банк чи інший кредитний заклад, але надані їм пільги заохочують останніх взяти участь у фінансуванні. Тому держава, як правило, є одним з інвесторів або учасників інвестування. Головним чином у такий спосіб інвестуються об'єкти виробничої та соціальної інфраструктури чи соціально-політичні програми.

З метою залучення капіталу для інвестування суб'єкт інвестиційної діяльності використовує різноманітні фінансові інструменти. *Фінансові інструменти* - це контракти, результатом яких є поява певних статей в активах одного суб'єкта і пасивах іншого суб'єкта фінансування.

5.3. Стадії визначення потреби в інвестиційних ресурсах.

Методичні підходи до розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів істотно відрізняються в компаніях, які є інституційними інвесторами і формують ці ресурси виняткова за рахунок комісії власних акцій і інвестиційних сертифікатів, і в компаніях, які здійснюють реальну виробничу діяльність в різних галузях економіки.

Перша група інвесторів визначає можливий обсяг інвестиційних ресурсів, виходячи з можливостей реалізації емітованих ними цінних паперів. Для цієї групи інвесторів не виникає особливих проблем з визначенням методів фінансування окремих інвестиційних програм та з оптимізацією структури джерел формування інвестиційних ресурсів. У другій групі усе більш складно.

На першому етапі розробки стратегії - визначення потреби в загальному обсязі інвестиційних ресурсів - розрахунки проводяться послідовно в три стадії.

На першій стадії розраховується необхідний обсяг фінансових ресурсів для реального інвестування. Для цього в розрізі передбачених напрямками інвестиційної стратегії галузей підбираються необхідні об'єкти-аналоги, по яких розраховується вартість нового будівництва або придбання устаткування і машин. Вартість будівництва нових об'єктів у цьому випадку звичайно визначається по фактичних витратах на будівництво аналогічних об'єктів (з огляду на фактор інфляції) або по питомих капітальних вкладеннях на одиницю потужності. Слід зазначити, що вартість будівництва становить тільки частину потреби в інвестиційних ресурсах, зв'язаних із запровадженням у дію нових об'єктів. До цієї вартості повинні бути додатково передбачені вкладення в оборотні активи нового підприємства.

З урахуванням цих вкладень потреба в інвестиційних ресурсах при запровадженні в дію нового підприємства може бути визначена за формулою:

$$Q_{зір} = \frac{Q_{кві}}{Y_{оф}}, \qquad (5.1)$$

де: $Q_{зір}$ - загальний обсяг потреби в інвестиційних ресурсах при будівництві й запровадженні в дію нового об'єкта;

$Q_{кві}$ - загальний обсяг потреби в капітальних вкладеннях для будівництва й устаткування нового об'єкта;

$Y_{оф}$ — питома вага основних фондів у загальній сумі активів аналогічних компаній (фірм) даної галузі.

Вартість придбання устаткування і машин діючими підприємствами може бути визначена на підставі його оцінки такими методами:

а) на підставі чистої балансової вартості. Така оцінка базується на вирахуванні із загальної балансової вартості активів підприємства суми зобов'язань. При оцінюванні враховуються індексована вартість основних фондів за винятком їхнього зношування, фактична вартість матеріальних оборотних фондів, сума дебіторської і кредиторської заборгованості. Відповідно до методики оцінки вартості об'єктів, які приватизуються в Україні, розрахунок чистої балансової вартості підприємства (фірми) може бути здійснений по формулі:

$$В_{чб} = В_{оф} + А_{на} + З_{мз} + Ф_р + К + В_{нб}, \qquad (5.2)$$

де $В_{чб}$ — чиста балансова вартість підприємства;

$В_{оф}$ - залишкова вартість проіндексованих основних фондів підприємства;

$А_{на}$ - сума нематеріальних активів;

$З_{мз}$ - сума запасів матеріальних оборотних фондів по залишковій вартості;

$Ф_р$ - сума всіх форм фінансових ресурсів підприємства за мінусом заборгованості;

К - капітальні вкладення;

$В_{нб}$ - вартість незавершеного будівництва;

б) на підставі ринкової вартості. Цей метод оцінки базується на використанні даних про продаж у процесі приватизації аналогічних підприємств по конкурсі або на аукціонах.

До розрахункової потреби в інвестиційних ресурсах для реального інвестування шляхом нового будівництва або придбання в необхідних випадках додається потреба в цих ресурсах для розширення, технічного переозброєння або реконструкції діючих об'єктів підприємства. Загальна потреба в інвестиційних ресурсах для реального інвестування диференціюється по окремих періодах реалізації інвестиційної стратегії.

На другій стадії визначення потреби розраховується необхідний обсяг інвестиційних ресурсів для фінансових інвестицій. Розрахунок потреби базується на встановлені раніше співвідношеннях різних форм інвестування в прогнозованому періоді. Для кожного з таких періодів потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення фінансових інвестицій визначається по формулі:

$$IP_ф = \frac{IP_р - П_ф}{П_р}, \qquad (5.3)$$

де $IP_ф$ - потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення фінансових інвестицій;

$I_{рр}$ - потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення реальних інвестицій;

$П_ф$ - частка фінансових інвестицій у передбаченому періоді;

$П_р$ - частка реальних інвестицій у відповідному періоді.

Загальна потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення фінансових інвестицій визначається шляхом підсумку потреби в них у першому (початковому) періоді і розмірів приросту цих ресурсів у кожному наступному періоді.

На третій стадії визначення потреби встановлюється загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів. Він розраховується шляхом підсумку потреб в інвестиційних ресурсах для реального інвестування, потреби в цих ресурсах для здійснення фінансових інвестицій і суми резерву капіталу. Резерв капіталу передбачається звичайно в розмірі 10-12 % від сукупної потреби в коштах для реального й фінансового інвестування.

5.4. Вивчення джерел формування інвестиційних ресурсів.

На другому етапі розробки стратегії - вивчення можливостей формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел - розглядаються можливі джерела формування інвестиційних ресурсів з урахуванням специфіки діяльності того або іншого підприємства (фірми).

Всі джерела формування інвестиційних ресурсів діляться на три основні групи: власні, позичкові, залучені.

До складу власних джерел належать:

а) частина чистого прибутку, націлена на виробничий розвиток;

б) амортизаційні відрахування;

в) страхова сума відшкодування збитків, викликаних втратою майна;

г) раніше здійснені довгострокові фінансові вкладення, строк погашення яких минув у поточному періоді;

д) реінвестована шляхом продажу частина основних фондів;

е) іммобілізована в інвестиції частка надмірних оборотних активів.

До складу позичкових джерел входять:

а) довгострокові кредити банків і інших кредитних інститутів;

б) емісії облігацій компанії;

в) цільовий державний кредит, спрямований на конкретний вид інвестування;

г) податковий інвестиційний кредит;

д) інвестиційний лізинг (довгострокова форма оренди машин і устаткування);

е) інвестиційний селенг (передача власниками прав на використання їхнього майна за певну плату).

До складу залучених джерел належать:

а) емісія акцій компанії;

б) емісія інвестиційних сертифікатів (інвестиційних фондів і компаній);

в) внесок сторонніх вітчизняних і закордонних інвесторів у статутний фонд;

г) безоплатно надані державними органами й комерційними структурами кошти на цільове інвестування.

Класифікація способів залучення капіталу представлена в табл..5.1.

Акціонування є найпоширенішим способом залучення капіталу на інвестиційній стадії проекту. Залучається капітал шляхом емісії простих і привілейованих акцій, що розміщуються серед юридичних та фізичних осіб. Одна з форм акціонування — викуп контрольних пакетів акцій керівництвом компанії, або викуп менеджментом. Менеджери стають власниками компанії, щоб попередити її перехід до чужих рук. Такий викуп можливий також за рахунок кредиту.

Самофінансування — спосіб фінансування компанією власних дій за рахунок чистого прибутку (нерозподіленого серед акціонерів). У США

широкого розвитку дістала така форма, як винагорода корпорацією своїх працівників акціями. Подібний спосіб має дві форми:

- без залучення кредиту;
- із залученням кредиту, що забезпечує податкові переваги як для позичальника, так і для кредитора.

Таблиця 5.1

Способи залучення капіталу

Акціонування	Корпоратизація
	Самофінансування
	Транстинг
	Венчурні фірми
	Придбання ординарного пакета акцій
Боргове фінансування	Кредитування
	Кредит з факторингом
	Форфейтинг
	Іпотечний кредит
	Кредит державних установ
	Іноземний кредит
	Розміщення боргових зобов'язань
Фінансування на консорційних засадах	Спільні підприємства
	Альянси
	Франчайзинг
	Ліцензування
	Інжиніринг
	Еккаутинг
Оренда	Оперативна оренда
	Фінансовий лізинг
	Лізбек
	Селенг
Пільгове фінансування	Урядовий пільговий кредит
	Гарантування
	Інвестиційний податковий кредит
	Безвідсотковий кредит
Субсидування	Дотування
	Гранти
	Субвенції
	Спонсорство
	Донорство

Транстинг — спосіб вторинного отримання доходів шляхом вкладення у цінні папери прибутку, одержаного від первинних інвестицій у підприємництво. Транстинг є одним з найефективніших способів

нагромадження капіталу, який застосовується переважно закритими акціонерними товариствами та іншими господарськими суб'єктами.

Венчурний капітал впроваджується з метою швидкої окупності залучених коштів. Він створюється шляхом випуску нових акцій та їх розповсюдження у нових сферах діяльності. Інвестиції здійснюються, як правило, через придбання частки акцій венчурного підприємства (венчура) або надання йому позички, в тому числі з правом конверсії у майбутньому в акції.

Фінансування під рахунки дебіторів може здійснюватися з *факторингом*. У даному разі кредитор бере на себе зобов'язання погашення дебіторської заборгованості. Факторинг дозволяє позичальнику прискорити поверненість свого оборотного капіталу, скорочуючи тим самим потребу в його фінансуванні.

Фінансування *форфейтингом* - це форма кредитування експортера банком чи іншим фінансово-кредитним закладом шляхом придбання боргових зобов'язань з певним дисконтом. Повернення капіталу банком здійснюється завдяки продажу боргових зобов'язань на вторинному ринку.

Іпотечні кредити - позички під заставу нерухомості. Жилі будинки, земля, виробничі будівлі та споруди можуть виступати як застава для одержання іпотечної позички. Угоди про іпотеку нотаріально посвідчуються та реєструються у поземельній книзі.

Фінансування на консорційних засадах - спосіб залучення капіталу шляхом створення спільних підприємств або створення різних видів стратегічних альянсів: концернів, синдикатів, холдингів, промислово-фінансових груп тощо. Підставою для цих утворень є угода (консорціум) про стратегічне співробітництво (взаємодію) щодо нагромадження капіталу та фінансування інвестицій.

Франчайзинг - передача або продаж ліцензії (франшизи) однієї фірми (франшизодавцем) іншій (франшизоотримувачу) на право реалізації продукції (послуг, робіт) чи здійснення бізнесу на певній території з використанням товарного знаку франшизодавця та за умови суворого додержання вимог технологій та якості.

Дотування - спосіб підтримки будь-яких проектів урядом чи місцевими органами влади. Як правило, дотуються соціально важливі програми та проекти, природоохоронні та ресурсозберігаючі технології.

Гранти близькі за змістом до дотацій. Відмінність полягає в тому, що вони можуть надаватися на фінансування проекту в цілому. Звітність про їх використання має суворіший характер, підлягає аудиторським перевіркам. Іноді призначаються менеджери, які стежать за повним виконанням умов гранту. Часто гранти мають вигляд гуманітарної допомоги.

Субвенції, на відміну від дотацій і грантів, надаються урядом місцевим органам влади та мають цільове призначення. Ініціатором субвенцій виступають місцеві органи влади.

Спонсорство і донорство являють собою субсидування інвестиційних проектів з боку юридичних та фізичних осіб, благодійних організацій, фондів та ін. Найчастіше спонсори і донори фінансують інтелектуальні інвестиції.

Спонсори - юридичні та фізичні особи. Вони, беручи участь в інвестуванні, звичайно не отримують прямих доходів, але мають непрямі завдяки рекламі, розширенню ринків збуту, підвищенню свого іміджу і рейтингу. Спонсорство, як правило, підтримується державою.

На третьому етапі розробки стратегії формування індивідуальних ресурсів визначаються методи фінансування окремих інвестиційних програм і проектів, які дозволяють розраховувати пропорції в структурі джерел інвестиційних ресурсів.

5.5. Оптимізація структури інвестиційних ресурсів.

Четвертий етап - оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів - є винятковим при розробці стратегії їхнього формування. Необхідність такої оптимізації визначається тим, що розраховане співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування інвестиційних ресурсів може не відповідати вимогам фінансової стратегії компанії (фірми), підприємства і істотно знижувати рівень її фінансової стабільності.

В процесі оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів необхідно враховувати такі основні особливості кожної із груп джерел фінансування.

Внутрішні (власні) джерела фінансування характеризуються наступними позитивними особливостями:

а) простотою і швидкістю залучення;

б) високою віддачею за критерієм норми прибутковості інвестованого капіталу, оскільки не вимагають сплати позикового відсотка в будь-яких його формах;

в) значним зниженням ризику неплатоспроможності і банкрутства підприємства при їхньому використанні;

г) повним збереженням управління в руках первісних засновників компанії (фірми).

Разом з тим вони мають негативні властивості:

а) обмежений обсяг залучення, а отже і можливостей значного розширення інвестиційної діяльності;

б) обмеженість зовнішнього контролю за ефективністю використання власних інвестиційних ресурсів.

Зовнішні (позичкові і залучені) джерела фінансування характеризуються такими позитивними особливостями:

а) більшим обсягом можливого їхнього залучення, значно більшим чим власні інвестиційні ресурси;

б) більш діючим зовнішнім контролем за ефективністю інвестиційної діяльності і реалізацією внутрішніх резервів.

Що стосується негативних особливостей, то слід зазначити такі:

а) складність залучення і оформлення;

б) більш тривалий період залучення;

в) необхідність надання відповідних гарантій (на платній основі) або застави майна;

г) підвищення ризику банкрутства у зв'язку з несвоєчасним погашенням отриманих позик;

д) втрата частини прибутків від підприємницької діяльності у зв'язку з необхідністю сплати позичкового відсотку.

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

1) забезпечення високої фінансової стабільності компанії (фірми);

2) максимізація суми прибутку від інвестиційної діяльності, що залишається в розпорядженні первісних засновників компанії (фірми), при різних співвідношеннях внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування цієї діяльності.

Фінансова стабільність компанії (фірми) у певний період визначається за допомогою показників управління фінансовими ресурсами:

а) питомої ваги власного (акціонерного) капіталу в активах, що визначається відношенням загальної суми власного капіталу до загальної суми активів;

б) коефіцієнта покриття інвестицій, що визначається відношенням суми власних коштів і довгострокових зобов'язань до обсягу активів балансу;

в) питомої ваги позикових коштів в активах, що визначається відношенням загальної суми зобов'язань до загальної суми активів;

г) частки довгострокової заборгованості в капіталі фірми, що визначається відношенням суми довгострокових боргових зобов'язань до суми власного (акціонерного) капіталу фірми;

д) питомої ваги самофінансування інвестиційної діяльності, що визначається відношенням суми власних фінансових коштів, залучених до формування інвестиційних ресурсів, до загальної їхньої суми.

Максимізація суми прибутку при різних співвідношеннях внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності досягається в процесі розрахунку ефекту фінансового левериджу (фінансового важеля). Цей ефект полягає в тому, що до норми прибутку на власний інвестований

капітал нарощується прибуток, одержуваний завдяки використанню позикових коштів, незважаючи на їхню платність.

Контрольні запитання:

1. Перелічить етапи розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів.
2. Охарактеризуйте джерела формування інвестиційних ресурсів.
3. Як визначається обсяг необхідних інвестиційних ресурсів?
4. Класифікуйте способи залучення капіталу, наведіть їх характеристику.
5. Які переваги і недоліки властиві внутрішнім джерелам фінансування інвестиційної діяльності?
6. Які переваги і недоліки властиві зовнішнім джерелам фінансування інвестиційної діяльності?
7. Наведіть критерії оптимізації співвідношення зовнішніх і внутрішніх джерел інвестиційних ресурсів.