

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ АВТОМОБІЛЬНО-ДОРОЖНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

**Кафедра економіки підприємства**

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ  
з дисципліни «Інвестування»**

для студентів напряму підготовки 6.030504 «Економіка підприємства»  
денної та заочної форми навчання

Укладач: Бурмака М.М.

## Лекція № 1 МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ІНВЕСТУВАННЯ

### 1.1. Основні засади та проблеми інвестування

#### 1.1.1. Інвестиційний процес у державі з ринковою економікою

Інвестиційний процес у державі з ринковою економікою має виходити з додержання таких принципів:

- 1) об'єктивна необхідність визнання довго- і середньотермінових циклів інвестиційної активності;
- 2) взаємодія локальних, галузевих, регіональних і народно-господарських циклів інвестиційної активності;
- 3) формування ринкових важелів в інвестиційній сфері одночасно з аналогічними процесами в інших галузях народного господарства;
- 4) логічність і цілісність інвестиційного циклу;
- 5) спадкоємність у реалізації конкретних заходів, пріоритетність спрямування коштів для реалізації інвестиційного процесу.

#### Основні напрями інвестиційної політики в Україні

- Зниження соціальної напруги, досягнення остаточного підходу у виділенні коштів на потреби соціальної сфери.
- Скорочення фонду виробничого будівництва за рахунок державних коштів і формування надійних інвестиційних джерел, в першу чергу з власних коштів підприємств та ін.
- Скорочення централізованих державних капіталовкладень, що виділяються безповоротно. Перехід до нових принципів централізованого фінансування інвестиційної діяльності.
- Створення ринку підрядних робіт. Зацікавленість будівельників у виконанні замовлень.
- Прискорення темпів розвитку промисловості групи Б.
- Прискорення у кілька разів темпів вибуття застарілого обладнання.
- Перегляд надання державних кредитів на вигідних умовах з дефіцитними ставками на конкурсній основі, включаючи державне замовлення.
- Залучення іноземних інвестицій, отримання іноземних кредитів, створення спільних підприємств з іноземним капіталом за такими напрямами, як розвиток переробної промисловості АПК, активізація приватизації, конверсії, а також галузей, які визначають науково-технічний прогрес.
- Створення ефективних форм і механізмів управління інвестиційною діяльністю.
- Розвиток паливно-енергетичного комплексу, ресурсозберігаючих технологій, конверсія ВПК, забезпечення населення товарами народного споживання вітчизняного виробництва, розвиток медицини і фармацевтичної промисловості.

Усі ці напрями інвестиційної діяльності в Україні вже зараз починають розвиватися в умовах формування ринкового механізму. Тому трансформація інвестиційного механізму на мікрорівні, наприклад у промисловості, повинно проводитися в межах макроекономічної стабілізації.

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 зі стримання попиту на інвестиції та зменшення маси безготівкових грошей, які неадекватні обсягу та якості продукції, а з іншого, — антимонопольні заходи, які б сприяли розвитку ринку будівельних послуг.

#### Умови розвитку ринкових відносин:

- 1) роздержавлення власності;
- 2) приватизація державної власності;
- 3) конституційний захист прав власності;
- 4) вільна конкуренція;
- 5) введення вільних ринкових цін;

- 6) відпрацювання механізму соціального захисту;
- 7) відміна всіх заходів, які стримують ринкову саморегуляцію;
- 8) розробка правової бази ринкової економіки;
- 9) підготовка фахівців-експертів і керівників усіх рангів, перекваліфікація кадрів на засадах роботи в умовах ринкової економіки.

### **1.1.2. Інвестиційний ринок та його інфраструктура**

**Інвестиційний ринок** — це економічна категорія, що являє собою збалансованість попиту та пропозиції на інвестиції. Інвестиційний ринок формує суб'єкт — інвестор, тобто господарюючий суб'єкт, в якого виникає попит на інвестиції та інвестиційні товари.

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 у 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.

Механізм дії ціни зрівноваженості полягає у такому. 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, врешті-решт, до підвищення пропозиції цього 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, виробництва їх нових видів і стимулювання діяльності інвесторів у використанні прибутку та нагромадженні капіталу, а також до створення умов для розвитку будівельних фірм, які виступають на ринку основними продавцями інвестиційного товару. У примітивному розумінні, фінансовий ринок капіталу — це місце зустрічі, де підприємці та фірми, які прагнуть запозичити гроші, зустрічаються з тими, в кого вони є вільними.

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. На рис. 1 наведена схема ринкових відносин, суб'єктом яких є інвестор.

**Сегментація інвестиційного ринку** — це сукупність ринку споживчих товарів, ринку споживчого кредиту, ринку інвестиційних товарів і ринку фінансових ресурсів.

Ринок *реальних активів* (інколи вживається термін «матеріальні чи фізичні активи») пропонує такі інвестиційні товари та послуги: нерухомість, ділянки під будівництво (іпотечний ринок); обладнання, будівельні матеріали, дослідницькі, конструкторські, будівельні, монтажні, пуско-налагоджувальні та інші роботи і послуги (підрядний ринок); нові технології, ліцензії, патенти на винаходи і відкриття, досвід, знання, ноу-хау, інжинірингові послуги (ринок інтелектуальних цінностей). На цьому ринку як інвестиційний товар реалізується також робоча сила, тобто продається здатність до праці за наймом.

*Ринок фінансових ресурсів* поділяється на: грошовий ринок (ринок цінних паперів — боргових свідоцтв з термінами погашення менше одного року); ринок капіталів (довгострокових цінних паперів та корпоративних акцій); кредитний ринок (боргових зобов'язань за довгостроковими кредитами). Іноді цей ринок називають ринком позичкового капіталу.

*Ринок капіталів*, у свою чергу, класифікується як первинний (розміщення нових цінних паперів) та вторинний (торгівля цінними паперами, які були випущені раніше і перебувають в обігу). Фондові біржі є вторинними ринками капіталів, оскільки на них котируються цінні папери, які вже перебувають в обігу. Корпорація, акціями якої здійснюється торгівля на фондовій біржі, не бере участі в операціях на вторинному ринку і, відповідно, не отримує будь-якого прибутку від їх продажу. Також існують вторинні ринки для інших фінансових активів.

Найважливішою складовою ринку інвестицій є *ринку інвестиційних товарів*. Виробництво і рух цих товарів на ринку забезпечується елементами інвестиційної інфраструктури. У країнах з розвинутою ринковою економікою мережа таких елементів є надзвичайно широкою. Головне завдання інвестиційної інфраструктури — обслуговування інвестиційної сфери, задоволення інвестиційного попиту. Основним інвестиційним товаром є продукція проектно-дослідницьких, будівельних, монтажних підприємств, фірм і постачальників матеріально-технічних ресурсів, яка в основному забезпечує інвестиційний процес.

На інвестиційному ринку працює велика кількість різних посередників, які створюють його інфраструктуру. Саме взаємодіями цих посередників і характеризується стан інвестиційного ринку.

**Інвестиційний ринок** — це система, що включає:

- 1) суб'єктів (інвесторів, підрядників, замовників, проектні і науково-дослідні організації та ін.);
- 2) об'єктів (матеріальні і нематеріальні, права, ліцензії, патенти, ноу-хау та ін.);
- 3) інфраструктуру ринку (банки, біржі, пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди, інженерно-консультаційні фірми, суд, арбітраж та ін.);
- 4) ринковий механізм;
- 5) контроль з боку держави за дією ринкового механізму.

### **1.1.3. Інвестиційний клімат держави**

**Інвестиційний клімат** — це сукупність політичних, соціально-економічних, фінансових, соціально-культурних, організаційно-правових і географічних факторів, які притаманні певній країні і визначають привабливість її для іноземного інвестора.

Щодо загальної оцінки інвестиційного клімату в Україні на макроекономічному рівні, то тут слід відзначити, що в економіці продовжується спад виробництва, зменшується частка надходжень від податків, накопичуються неплатежі, знижується частка банківського кредитування у ВВП, зростає сума внутрішнього і зовнішнього боргу, зростає рівень тіньової економіки, знижується частка державних капіталовкладень (щороку в цілому на 5—10 %). Крім цього, на інвестиційний клімат держави суттєвий вплив мають:

- приховане безробіття;
- неможливість виконання державою своїх обов'язків щодо соціального захисту громадян;
- відсутність ефективних процедур банкрутства, захисту прав власників;
- високий рівень злочинності;
- слабка дисципліна виконання законодавчих актів.

*Причинами погіршення інвестиційного клімату в Україні є:* по-перше, заполітизованість економіки; по-друге, негативні наслідки приватизації, до яких призвело збочення та заміна такої основної мети приватизації, як сприяння розвитку виробництва, на отримання прибутку в короткий термін.

### **1.1.4. Шляхи активізації інвестування**

Рівень інвестиційної активності перебуває у безпосередній залежності від стану економіки в державі, функціонування фінансово-кредитної системи, прибуткової діяльності підприємств, дохідної політики бюджетів усіх рівнів та доходів населення.

Позитивний вплив на інвестиційну активність може справити подолання інфляції, що робить можливим забезпечення функціонування довгострокових інвестиційних кредитів як основи

капітального будівництва за ринкових умов, сприяє нормалізації фінансового стану підприємств, активізації виробництва.

Отже, до **шляхів активізації інвестування** в Україні можна віднести такі:

1. Реформа підприємств, яка передбачає перехід до загальноприйнятих у світовій практиці стандартів бухгалтерського обліку, оцінку основних виробничих фондів відповідно до їх реальної ринкової вартості, суттєве покращення корпоративного управління.

2. Страхування майна (особливо великих підприємств).

3. Розвиток інфраструктури, форм і методів залучення до інвестиційної сфери заощаджень населення.

4. Іпотека. Необхідно активно сприяти становленню системи житлового іпотечного кредитування, формуванню вторинного ринку іпотечних кредитів для залучення у сферу банківського кредитування вагомих довгострокових позабюджетних фінансових ресурсів.

За умов гострого дефіциту власних капіталовкладень, необхідних для проведення структурної перебудови економіки, розв'язання проблем її інтеграції в світову економіку, важливого значення набуває залучення в Україну зовнішніх джерел фінансування, зокрема іноземних інвестицій. Забезпечення зростання обсягу надходжень у країну іноземних інвестицій залежить, по-перше, від поліпшення макроекономічної ситуації в країні в цілому. Насамперед це стосується зміцнення фінансового становища держави, включаючи скорочення дефіциту консолідованого бюджету, зменшення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, реформування відносин власності, вдосконалення податкової системи, зміцнення економічної стабільності з подальшим зростанням темпів ВВП. По-друге, зростання обсягів іноземних інвестицій визначається здійсненням заходів економічного, нормативно-правового, інформаційного та організаційного механізмів залучення іноземного капіталу, які здатні забезпечити стабільні умови для інвесторів.

Важливим кроком на шляху до активізації процесів іноземного інвестування в економіку України вважається впровадження дійових механізмів приватизації підприємств стратегічними іноземними інвесторами, до яких насамперед належать транснаціональні компанії (наприклад, із США, Німеччини, Південної Кореї та ін.). Транснаціональні компанії (ТНК) мають на меті якомога ширше використовувати потужний ресурсний потенціал країни та досягти прибутку від інвестування шляхом налагодження в Україні власного виробництва, дилерської мережі та експорту продукції.

Для активізації інвестиційної діяльності неабияке значення має стимулювання лізингових операцій — гарантованого товарного інвестування. Він має ряд переваг. По-перше, лізинг більше за інших наближений за своєю суттю до довгострокових банківських кредитів, що нині так необхідні підприємствам. По-друге, лізинг дає змогу забезпечити оперативність і гнучкість у вирішенні виробничих завдань шляхом тимчасового використання устаткування, а не придбання його у повну власність. По-третє, лізинг робить можливим доступ підприємствам-користувачам усіх форм власності до найпередовішої техніки і дає змогу ліквідувати суперечності між необхідністю її використання та швидким її моральним старінням.

Одним з найперспективніших напрямів залучення іноземного капіталу в Україну має стати розгортання мережі інвестиційних фондів і компаній. У зв'язку з цим великого значення набуває надходження венчурного (або ризикового) капіталу, який тісно пов'язаний з фінансуванням інновацій та науково-технічним прогресом. Основними галузями в Україні, які потребують ін'єкції ризикового капіталу, є передусім агропромисловий комплекс, енергетика, транспорт, зв'язок.

Активізації залучення інвестицій в економіку України сприятиме реформування власності, приватизація державних підприємств. Прискорення останньої передбачає створення сприятливих умов для ефективної діяльності іноземних інвесторів, дійовішого використання кредитів, що надаються Світовим банком та ЄБРР для розвитку приватного сектора економіки, малого і середнього бізнесу.

## **1.2. Форми інвестування**

### 1.2.1. Фінансові інвестиції

#### 1.2.1.1. Особливості фінансових інвестицій

Фінансові інвестиції характеризуються певними особливостями, основними з яких є:

1) використання у двох напрямках: перший — отримання додаткового інвестиційного доходу у процесі користування вільними грошовими активами; другий — їх протиінфляційний захист;

2) надання суб'єкту підприємницької діяльності вибору широкого діапазону інструментів інвестування за шкалою «дохідність — ризик» та «дохідність — ліквідність»;

3) виходячи з багатогранної інфраструктури фінансового ринку, пильніший та змістовніший моніторинг у процесі фінансового інвестування.

Суб'єкт підприємницької діяльності може здійснювати фінансове інвестування у таких формах:

1) вкладення капіталу до статутних фондів спільних підприємств;

2) вкладення капіталу у прибуткові види грошових інструментів;

3) вкладення капіталу у прибуткові види фондових інструментів.

#### 1.2.1.2. Особливості фондового ринку України

Процес створення і розвитку українського фондового ринку можна умовно поділити на такі етапи:

- **Перший етап** (1991—1993 рр.) розпочався з моменту прийняття Верховною Радою УРСР у червні 1991 р. основного закону фондового ринку — Закону України «Про цінні папери та фондову біржу». Згідно з чинним законодавством цінними паперами можуть бути акції, облигації, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати та векселі. Новим законом про цінні папери скористалися новостворені банки та страхові компанії, що почали випускати акції та ощадні сертифікати. Відразу ж особливе місце посіли акції суто комерційних банків «ІНКО», «Відродження», «АЖІО», «Аваль», Лісбанку та багатьох ін., а також ощадні сертифікати багатьох банків, серед яких особливо виділялися сертифікати «АЖІО» і ВА-БАНКУ. Інвестиційні сертифікати, в свою чергу, пропонували страхові компанії, серед яких визначну роль відіграла «Омета Інстер». Перші цінні папери були виключно іменними, а всі операції з ними проводились у межах, окреслених емітентом. Фондові операції, як правило, не здійснювалися. Історія свідчить, що дохідність окремих ощадних сертифікатів досягала 400 % річних у той час, як річна норма доходу становила всього 60 %.

- **Другий етап** розпочався 1994 р. та ознаменувався розквітом акцій АТ «Меркурій-інвест» та облигацій Споживчого товариства «Меркурій». Так, за рік курсова вартість акцій АТ «Меркурій-інвест» зросла більше, ніж у 10 разів, а облигації СТ «Меркурій» продавалися за курсовою вартістю понад 100 номіналів. Особливістю таких цінних паперів було те, що вони випускалися на пред'явника, а отже, могли вільно обертатися на ринку. В цілому за 1994—1995 рр. фондовий ринок України був збагачений великим спектром цінних паперів на пред'явника: акції АТ «Різнокспорт-інвест», АТ «Олбі-Україна», АТ «Слід» та ін. Характерним для згаданих цінних паперів було різке зростання курсової вартості, масове поширення серед фізичних осіб водночас з їх швидким знеціненням.

- **Третій етап** охоплює період з 1995 р., який позначився початком приватизації в Україні, по 1996 р. До цього моменту тільки акції АСК «Укррічфлот» реально оберталися на фондовому ринку за номіналом 35 тис. крб. У той же час їх вартість наприкінці року зросла до 200 тис. крб. Рік 1995-й започаткував появу:

1) нових акцій приватизованих підприємств — АТ «Азот», АТ «Одесанафтопродукт» та ін.;

2) нового виду приватизаційних цінних паперів — приватизаційного майнового сертифіката. Основна мета — надати можливість усім громадянам України стати співвласниками частки державного майна. Тому номінальна вартість сертифіката визначалася шляхом відношення вартості держмайна до загальної кількості осіб, що проживають на території України;

3) наявністю початкового досвіду торгівлі одним з похідних цінних паперів або деривативів — ф'ючерсними контрактами. Спроба започаткувати торгівлю валютними ф'ючерсами була

здійснена Українською фондовою біржею, але, на жаль, ця ідея не набула свого розвитку. Враховуючи невисокий рівень обігу законодавчо регламентованих цінних паперів (таких, як акції, облигації, векселі, приватизаційні папери, інвестиційні сертифікати та ін.) рівень обігу похідних цінних паперів був неврегульований, а отже, й незначний;

4) державних облигацій (купонних і дисконтних), які поширювалися та згодом посіли перше місце на фондовому ринку, що викликало зацікавленість до них з боку нерезидентів.

• **Четвертий етап** — 1997—1998 рр. У 1997 р. позиції держоблігацій похитнулися. Першість переходить до муніципальних цінних паперів, серед яких популярність здобули на той момент цінні папери Києва і Харкова терміном до 1 року і ставкою, що дорівнювала ставці рефінансування НБУ на момент їх розміщення. Проте муніципальні облигації не стали об'єктом фондових спекуляцій.

Український фондовий ринок включає два сегменти: біржовий та позабіржовий. **Біржовий фондовий ринок** — це ринок біржових фірм і банків, які за своїм характером є переважно брокерськими. На **позабіржовому фондовому ринку**, чи на ринку фінансових посередників, діють головним чином дилери.

До складу *учасників фондового ринку* входять безпосередні (біржі, фірми, банки, які є членами будь-якої фондової біржі, а також фінансові посередники та ін.) та опосередковані учасники (емітенти та інвестиційні інститути, що здійснюють торгові операції виключно через безпосередніх учасників).

Фондові біржі належать до акціонерних товариств закритого типу. Значення їх діяльності у різних країнах неоднакове. Так, у США і Великобританії більша частина основного капіталу підприємств мобілізується на фондових біржах, тоді як у Західній Європі та Японії їх питома вага значно менша (наприклад, 50 зі 100 найбільших підприємств Німеччини — сімейні фірми, акції яких не підлягають продажу).

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондову біржу» **фондова біржа** — це акціонерне товариство, що зосереджує попит і пропозицію на цінні папери, сприяє формуванню їх біржового курсу та здійснює свою діяльність згідно із законодавством України, статутом та правилами фондової біржі.

До основних функцій фондової біржі належать:

- 1) створення постійно діючого ринку для збільшення частки якісних цінних паперів;
- 2) визначення вартості цінних паперів;
- 3) розповсюдження інформації про цінні папери, їх ціни та умови обігу;
- 4) підтримка професійного рівня учасників ринку цінних паперів і певний контроль за їх діяльністю;
- 5) відпрацювання правил ведення торгів на фондовій біржі.

Таким чином, фондова біржа виступає як торгове, професійне, нормативне та технологічне ядро ринку цінних паперів. *Особливими ознаками фондової біржі* є такі:

- біржа повинна мати мінімальний власний капітал;
- членами фондової біржі можуть виступати лише інвестиційні інститути, які мають ліцензію на діяльність, пов'язану з таким членством;
- фондова біржа не може виступати як інвестиційний інститут, тому немає права випускати цінні папери, крім власних акцій.

Фінансова діяльність фондової біржі може здійснюватись шляхом продажу її акцій, надходження регулярних (щорічних) членських внесків, одержання доходу від угод, що укладаються на фондовій біржі, та інших доходів від її діяльності. Доходи фондової біржі повністю спрямовуються на покриття витрат, пов'язаних з розширенням та вдосконаленням її діяльності.

В Україні розроблена та законодавчо закріплена концепція розвитку і функціонування фондового ринку, відповідно до якої дозвіл на відкриття фондової біржі надається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), яка й визначає правила торгівлі.

*1.2.1.3. Характеристика цінних паперів, що обертаються на фондовому ринку України*



Забезпечення **обороту фінансових ресурсів на фондовому ринку** України здійснюється через цінні папери, які поділяються на:

1) *пайові* — емітент не несе зобов'язань повернути кошти, що інвестовані, але такі цінні папери свідчать про участь у статутному фонді, надають їх власникам право на отримання частки прибутку у вигляді дивідендів, участь в управлінні справами емітента та на отримання частки майна у разі ліквідації емітента. Класичним прикладом пайових цінних паперів виступають акції;

2) *боргові* — емітент несе зобов'язання у певний термін повернути кошти, які були інвестовані, але такі цінні папери не надають права їх власникам на участь в управлінні справами емітента (приклад — облігації);

3) *похідні*, механізм обігу яких пов'язаний з пайовими, борговими цінними паперами, іншими фінансовими інструментами чи правами. До таких можна віднести ф'ючерси, опціони, варанти та приватизаційні цінні папери (приватизаційний майновий сертифікат, компенсаційний сертифікат).

Варто зосередити особливу увагу на деривативах як похідних інструментах фондового ринку.

*Ф'ючерс* — стандартний документ, що являє собою контракт, за яким одна сторона дає іншій зобов'язання продати чи купити певну кількість цінних паперів за певною ціною, що визначається в момент виконання угоди в майбутньому. Останнім часом з'явився новий вид ф'ючерсів — індексний, який укладається на рух індексів цінних паперів (наприклад, індекс Dow Jones, Standart & Poog's 500, в Росії — РТС та ін.). Особливість таких ф'ючерсних контрактів полягає в тому, що вони заздалегідь не передбачають будь-які постачання, угода закривається після виплати різниці, що виникає внаслідок руху індексу вгору чи донизу.

*Опціон* — стандартний документ, що є контрактом, відповідно до якого власник закріплює своє право продати чи купити певну кількість цінних паперів за певною ціною, що узгоджується в момент укладання контракту. Опціони можуть бути двох типів — європейський та американський. Опціон європейського типу передбачає, що купити або продати базові цінні папери можна лише безпосередньо перед датою його закінчення. За американським опціоном реалізувати угоду можливо протягом терміну його дії. Тому європейський тип опціону менш мобільний, ніж американський, який у зв'язку з цим дістав значного поширення.

Включення ф'ючерсів та опціонів до інвестиційного портфеля ненабагато змінює його дохідність, але значно знижує рівень ризику.

*Варант* являє собою різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом з привілейованими акціями чи облігаціями та надає право придбавати прості акції даного емітента за певною ціною.

## **Лекція № 2 ОБҐРУНТУВАННЯ ДОЦІЛЬНОСТІ ІНВЕСТУВАННЯ**

### **2.1. Інвестиційні ризики**

#### **2.1.1. Концепція і вимірювання ризиків**

Уся життєдіяльність людини схильна до тих чи інших ризиків або до їх сукупності. До того ж він породжує невпевненість у майбутньому. Та й ризикованість будь-якого підприємства є альтернативою його дохідності. Але ризик — це насамперед дія «без вірного розрахунку, котра підлягає випадковостям».

Можливість прогнозувати з максимальним ступенем імовірності ту чи іншу подію в майбутньому дозволяє відпрацювати у планах і прогнозах стратегію протидії ризику. Співвідношення ступеня ризику і дохідності оцінюється за статистичними методами, ймовірності дозволяють дати кількісну характеристику ризику. Так, ймовірність настання (чи не настання) тієї чи іншої події, як правило, можливо чисельно виміряти у відсотках або інших відносних величинах.

Варіаційний аналіз і прогноз майбутніх подій стосовно підприємства дозволяє ранжувати всі альтернативи за ступенем ризику та обрати найпридатнішу. Вибір альтернативи може проходити в умовах визначеності та невизначеності. Наприклад, очікувані виплати по облігаціях уряду обов'язково відбудуться, але розмір цих виплат залежатиме від фактичного рівня інфляції, який не є визначеним. Таким чином рішення про придбання державних цінних паперів за умов ризику щодо настання події виплат по них має ймовірність, близьку до одиниці. Стосовно розміру виплат ризик підлягає визначенню. Інакше йдуть справи з виплатами дивідендів або відсотків по цінних паперах компаній і підприємств. Тут ризик зумовлюється невизначеністю настання самої події (факту виплат) та розміру виплат. Якщо інвестор формує портфель цінних паперів, тобто купує папери різних емітентів і у різних кількостях, то залежно від структури цього портфеля він підпадає під різні ступені ризику.

Чим більше цінних паперів з невизначеними ризиками, тим нижчою є ймовірність отримання доходів від цього портфеля. Тому при прийнятті рішень щодо вкладання коштів інвестор повинен виміряти ризик настання події одержання результату.

Існує кілька методів вимірювання ризиків, які використовуються для вибору варіанта вкладення інвестицій.

1. **Метод аналогій** складається з вивчення досвіду інвестування, оцінки результатів реалізованих проектів та екстраполяції їх на перспективу.

2. **Метод моделювання** ґрунтується на теорії ігор. Гіпотетичний інвестиційний проект (модель) «програється» з метою визначення реакції конкурентів.

3. **Демонстраційний метод** дозволяє визначити громадську думку стосовно інвестиційного проекту та з'ясувати коло потенційних інвесторів.

4. **Методи математичної статистики** дозволяють з'ясувати ймовірність настання події. Оскільки ризик є супутником будь-якого варіанта вкладання інвестицій, розрахунки проводяться з метою мінімізації можливих збитків, тобто визначаються ймовірність рівня втрат, ймовірність того, що вони не перевищать певний рівень, який прийнятний для інвестора. По суті методи математичної статистики являють собою математичне забезпечення методу аналогій.

### **2.1.2. Види ризиків**

Уся різноманітність ризиків взаємообумовлена. В ієрархічній структурній системі ризиків як початковий, визначальний можна визнати інвестиційний ризик, бо якщо немає вкладень, то немає ризику їх втрати.

**Інвестиційний ризик** має місце у підприємницькому середовищі, але може у ряді випадків виникати і в сфері споживання. Ризики інвестиційних проектів поділяються на три великі групи: фінансові, будівельні та експлуатаційні.

**Інвестиційний споживчий ризик** виникає у тому разі, коли вкладення, що здійснені у товари тривалого користування (котеджі, авто, гаражі та ін.) з метою їх подальшого використання у підприємницькій діяльності (продаж, наймання, гарантія, виробництво), не досягають своїх цілей через різні причини.

**Підприємницький ризик** зумовлюється ймовірним характером практично всіх виробничих процесів і реалізації, конкуренцією, інфляційними впливами, наявністю фізичних ризиків (втрати майна внаслідок стихійного лиха), а також невизначеністю, що спричинена неповною або неточною інформацією, яка міститься в інвестиційній програмі. Це насамперед пов'язано з можливою зміною законодавства (посилення екологічних вимог, зміна умов оподаткування, реінвестування доходів, рівня відсоткових ставок, введення обмежень і ліцензій). Крім того, за сучасних умов на ступінь підприємницького ризику великий вплив має: політична нестабільність; страйки; масове невиконання договірних зобов'язань; неплатежі; застаріла структура виробництва; інфляційні процеси тощо. До того ж у кожній галузі є свої специфічні умови, що найбільше впливають на ступінь ризику (наприклад, у сільському господарстві — це погодні умови, торгівлі — оцінка кон'юнктури ринку, в атомній енергетиці — складність і характер виробничого процесу).

**Фінансові ризики** — це велика сукупність взаємопов'язаних ризиків невиконання фінансових зобов'язань протилежною стороною та ризиків зміни кон'юнктури фінансових ринків.

Фінансові ризики, що беруть на себе банки та їх клієнти, тісно пов'язані між собою. Під ці ризики підпадають як інвестори, так і кредитори й дебітори.

**Кредитні ризики** посідають одне з головних місць у групі фінансових ризиків. Він так само, як ризик неповернення боргу, виникає в результаті:

- неможливості позичальника створити у майбутньому адекватний грошовий потік;
- невпевненості у реалізації в майбутньому за необхідною ціною застави під кредит;
- погіршення іміджу (репутації) позичальника через непередбачені несприятливі зміни у діловому світі. Банки повинні ретельніше оцінювати кредитні ризики, ніж інші кредитори, оскільки вони надають у користування не власні гроші, а гроші своїх вкладників.

До групи кредитних ризиків можна віднести *відсотковий ризик*, *ризик ліквідності* та у вузькому розумінні *фінансовий і проектний ризики*.

*Відсотковий ризик* зумовлений невизначеністю у майбутньому щодо напрямку руху та рівня відсоткових ставок. Подібний ризик для банку — це ризик перевищення середньої відсоткової ставки по залучених коштах (депозитах) середньої відсоткової ставки за виданими кредитами.

*Ризик ліквідності* спричинений невпевненістю у майбутній швидкій реалізації того чи іншого активу за передбачену ціну.

*Фінансовий ризик* у вузькому розумінні — це ризик фінансового лівериджу (див. розд. 4.1). Тобто чим вищий фінансовий ліверидж компанії, тим більша невпевненість у забезпеченні позичкових коштів власним капіталом.

*Проектний ризик* у вузькому смислі виникає при оцінці кредитної пропозиції клієнту з метою фінансування певного інвестиційного проекту. Цей ризик містить три складові:

- ризик, пов'язаний з самим проектом, незалежно від позичальника;
- корпоративний ризик, пов'язаний з усією діяльністю позичальника та впливом даного проекту на загальний рівень ризику;
- ринковий ризик, пов'язаний з відповідністю проекту банківському кредитному портфелю, тобто з визначенням, чи підвищує, чи знижує він ризик кредитного портфеля банку.

**Валютний ризик** виникає через невизначеність майбутнього руху ресурсів національної валюти щодо іновалют. Під вплив валютного ризику підпадають усі суб'єкти інвестиційної діяльності, які здійснюють фінансові операції у валюті, відмінній від їх національної валюти. Валютний ризик містить такі складові:

- курсовий ризик зміни вартості активів та пасивів банку (компанії);
- ризик переказу, пов'язаний з відмінностями в обліку активів та пасивів в іноземній валюті;
- ризик угоди, зумовлений невизначеністю у майбутньому вартості угоди у національній валюті, що деномінована в іноземній валюті.

**Ризик країни** з'являється внаслідок невизначеності у майбутньому змін політичних та економічних умов, які можуть вплинути на спроможність країни, корпорації, підприємства та інших позичальників відповідати за зобов'язаннями зовнішнього боргу. Складовими ризику країни виступають:

- політичний ризик, який представлений невизначеністю у майбутньому інвестиційного клімату держави — імпортера кредитів та інвестицій;
- економічний ризик — ризик, пов'язаний з невизначеністю у майбутньому платоспроможності країни, корпорації, фірми;
- експортний ризик — пов'язаний з можливістю зупинки обслуговування боргу через низьку ліквідність товарів зовнішньої торгівлі та іноземних інвестицій.

**Портфельний ризик** — ризик невідповідності у майбутньому інвестиційного проекту кредитному портфелю, портфелю цінних паперів чи портфелю реальних проектів.

Портфельний ризик виникає внаслідок можливості суттєвого погіршення сукупних показників того чи іншого портфеля: прибутковості, зростання капіталу, ступеня впливу ризику ліквідності.

**Будівельні ризики** — це ризики, що виникають у процесі проекту. Залежно від типу фінансування проекту ці ризики розподіляються між учасниками здійснення проекту чи приймаються на себе тією чи іншою стороною.

**Ризик перевищення кошторису** означає, що проектно-кошторисна вартість може бути перевищена через провину багатьох учасників.

**Ризик несвоєчасного завершення термінів засвоєння інвестицій** виникає внаслідок змін у складі проектів, зривів постачання матеріально-технічних ресурсів.

**Ризик порушення умов договору** спричинений змінами умов функціонування інвестора та підрядної організації (фінансова неспроможність інвестора, зміни ставок оподаткування доходу, умов отримання банківських кредитів і погашення раніше отриманих позичок, амортизаційної політики, невиконання угод субпідрядними організаціями, проектантами та іншими учасниками інвестиційного процесу).

**Ризик падіння попиту** виникає у разі зміни потреб у продукції будівельної галузі у зв'язку із загальним спадом виробництва, кризою фінансів, бюджетним дефіцитом.

**Експлуатаційні ризики** з'являються після введення об'єкта у дію та виходу на проектну потужність (що за наших умов спричиняє певні ризики).

**Ризик реалізації продукції, робіт, послуг**, спричинений можливістю звуження ринку збуту у процесі експлуатації та втрати частини споживачів через зростаючу конкуренцію та появу на ринку товарів вищої якості.

**Ризик зниження прибутковості** тісно пов'язаний з ризиком реалізації продукції і тягне за собою скорочення грошових потоків та неможливість розрахунків з кредиторами.

**Ризик невиконання поставок** матеріально-технічних ресурсів для виробництва зумовлює у майбутньому можливу ненадійність постачальників.

**Ризик менеджменту** виникає через можливу необхідність у майбутньому зміни керівництва підприємства.

**Форс-мажорний ризик** існує як на стадії будівельного виробництва, так і в період експлуатації підприємства. Він пов'язаний з виникненням подій об'єктивного характеру, які можуть призвести до часткової чи повної втрати майна.

### **2.1.3. Заходи щодо запобігання ризикам або їх зменшення**

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

- заставні операції і гарантування;
- диверсифікація;
- страхування;
- лімітування;
- розподіл;
- еккаутинг та ін.

При інвестиційному кредиті найбільшого поширення дістали такі засоби захисту від інвестиційного ризику, як позички під заставу та гарантовані кредити.

**Позички під заставу** — це позички, забезпечені з боку позичальника заставними активами. Застава — це один з найдавніших засобів забезпечення позичок. Але якщо у минулі роки заставні фізичні активи переходили у власність кредитора, то сьогодні вони, як правило, залишаються у користуванні позичальника, а кредитору у відповідності з контрактом переходять (уступаються) права володіння (цесія).

Банк прагне формувати власний позичковий портфель із забезпечених кредитів, тому він зобов'язаний дуже вимогливо оцінювати якість застави. Основні критерії цього:

- вік активів, їх моральний і фізичний знос, темпи старіння застави;
- простота оцінки цінності застави та можливість її перегляду (індексації) у період кредитування;

- можливість розміщення закладених активів на ринку;
- рівень ліквідності як для фізичних, так і фінансових активів;
- підконтрольність — простота та легкість встановлення місцезнаходження застави та вступу у володіння нею;
- рівень позичкової маржі для кожного виду застави (наприклад, для готівки така маржа становить 100 % + очікуваний відсоток інфляції, для висококваліфікованих цінних паперів — 60—70%, для матеріальних запасів та обладнання — 50%).

У процесі кредитування під впливом інфляції рівень може коригуватись: для фінансових активів — у бік збільшення, для фізичних — у бік зменшення.

**Гарантований кредит** видається під письмове зобов'язання третьої сторони сплатити борг у разі відмови від його сплати позичальником. Оцінка ризиків гаранта та вимоги до якості гарантії такі самі, як і до застави.

Гарантії можуть бути таких видів:

- обмежена або необмежена, тобто та, що гарантує всю заборгованість чи тільки її частку;
- забезпечена або незабезпечена, тобто із заставою чи без неї;
- фізичних або юридичних осіб, тобто забезпечена власними чи корпоративними активами.

Кредитори звичайно прагнуть отримати необмежену та забезпечену гарантію, тому повинні особливо ретельно перевіряти її. При оцінці фінансового стану гаранта слід враховувати, що гарантія як умовне зобов'язання являє собою позабалансовий фінансовий інструмент. Тому перевіряти необхідно як балансові, так і позабалансові операції гаранта.

Особливу відповідальність несе банк, який виступає у ролі гаранта, оскільки гарантії, які ним видаються, так само, як і безпосередньо кредити, забезпечуються не власними ресурсами, а коштами акціонерів або вкладників.

Одним з найефективніших методів збалансованості інвестиційного портфеля є диверсифікація.

**Диверсифікація** — це розподіл цінних паперів портфеля таким чином, щоб досягти максимального доходу за мінімального ризику. Як правило, це здобувається шляхом розподілу капіталу між пакетами цінних паперів різної якості та різних термінів погашення для зниження портфельного ризику.

## 2.2. Фінансове забезпечення

### 2.2.1. Фінансові ресурси інвестування

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.

**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 якнайшвидше 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 підприємства. 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.

Позичковим джерелом фінансування інвестицій виступають **кредити і позички**.

**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.

### 2.2.2. Способи залучення капіталу

**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.

В Україні у процесі приватизації дістала певний розвиток така форма роздержавлення підприємств, як корпоратизація. Згідно з Указом Президента, корпоратизація — це надання державним підприємствам статусу акціонерних, де спочатку 100 % акцій належать державі. Потім поступово здійснюється продаж цих акцій членам трудового колективу підприємства (першочергово), а потім іншим державним і приватним підприємствам та фізичним особам.

**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.

Великі корпорації отримують також ще одну знижку з податку на зарплату при створенні спеціального фонду для передачі своїм працівникам акцій. Цей спосіб, крім фінансового забезпечення корпорацій, дає можливість протидіяти поглинанню емітента акцій іншими компаніями.

**Транстинг** — спосіб вторинного отримання доходів шляхом вкладення у цінні папери прибутку, одержаного від первинних інвестицій у підприємство. 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.

### **2.2.3. Структуризація капіталу**

Усі інвестори намагаються дешевше залучити запозичені кошти і дорожче продати власні ресурси, переслідуючи мету максимального отримання доходу, приросту власного капіталу при забезпеченні достатньої ліквідності та мінімізації ризику стосовно своїх активів. Намагаючись залучити якомога більше запозичених коштів під забезпечення власних капіталів, інвестор аналізує всі переваги та вади залучених і запозичених коштів з метою оптимізації структури джерел фінансування проектів.

**Обґрунтування структури джерел фінансування** необхідне для забезпечення фінансової стійкості компанії у період реалізації проекту.

**Оптимізація структури** — це вибір найвигіднішого співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел на кожному етапі життєвого циклу проекту.

Формуючи структуру інвестиційних витрат, інвестор застосовує норму доходу на вкладений капітал і порівнює її з вартістю запозичених і залучених коштів. Таким чином, рівень витрат на фінансування інвестиційного проекту вимірюється платою за використання коштів, тобто

загальною нормою доходу, що очікується від інвестицій. Якщо ця норма доходу влаштовує інвесторів, то рішення про фінансування інвестицій буде позитивним.

**Формування структури джерел фінансування** — це дуже складний процес, який залежить від потужності кожного джерела в той чи інший період часу, фінансового стану і перспектив розвитку акціонерів, а також кон'юнктури ринку та актуальності інвестиційного проекту в перспективі.

Під час передінвестиційних досліджень перед суб'єктами господарювання виникає проблема визначення обсягу інвестицій для фінансування проекту. Насамперед потрібно вирішити такі питання:

- яким повинно бути співвідношення постійних і змінних витрат на виробництво постійних і поточних активів;
- яким чином у перспективі формуватиметься основний та оборотний капітал;
- яким має бути співвідношення власного та акціонерного, акціонерного і позичкового капіталу;
- при якому співвідношенні фінансових ресурсів, що спрямовуються на нагромадження і споживання, доходи від виробництва і реалізації будуть найбільшими.

Відповідь на всі ці запитання дає економічний аналіз фінансового забезпечення проектів з використанням лівериджу. У фізиці під поняттям лівериджу розуміється використання важеля при підйомі важких предметів з невеликими витратами сили. В економічній термінології ліверидж — це «ефект важеля» при визначенні співвідношення власного і залученого, акціонерного і позичкового, основного та оборотного (обігового) капіталу тощо. *Операційний ліверидж* показує вплив змінності обсягу продажу на рівень доходів компанії. *Фінансовий ліверидж* встановлює міру зв'язку (впливу) змінності доходів компанії з дивідендами, тобто дохід окремого акціонера.

*Загальний ліверидж* свідчить про вплив змінності обсягу продажу на дивіденди акціонерів.

Зрозуміло, чим вищий операційний ліверидж, тим вищий інвестиційний ризик, адже постійний капітал потрібно збільшувати вже сьогодні, а позитивні грошові потоки залежать від завтрашньої кон'юнктури ринку та обсягів продажу.

## **2.3. Передінвестиційні дослідження**

### **2.3.1. Інвестиційна стратегія**

Передінвестиційні дослідження починаються з опрацювання інвестиційної стратегії суб'єкта господарювання. Інвестиційна стратегія передуює попередній розробці інвестиційного проекту. Інвестор керується цією стратегією на всіх етапах життєвого циклу інвестиційного проекту, який складається з передінвестиційної фази, фази інвестування і фази експлуатації виробництва.

Поняття «інвестиційна стратегія» в сучасній економічній літературі тлумачиться як формування системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності і вибір найефективніших шляхів їх досягнення. 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 шляхом використання інвестицій, у кращому випадку, 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, а тим паче 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.

### **2.3.2. Оцінювання ефективності інвестицій**

Ідея будь-якого вкладення капіталу повинна обґрунтовуватися розрахунками ключового завдання: якою мірою майбутні доходи покривають нинішні (поточні) витрати? На це запитання мусить відповісти кожний інвестор — від приватної особи до держави.

Виходячи з цього, 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.

**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. У практичних розрахунках застосовується річна норма ефективності:

$$HE_p = \frac{\overline{ГН}_p}{\sum IK},$$

де  $HE_p$  — річна норма ефективності;

$\overline{ГН}_p$  — середньорічні грошові надходження;

$IK$  — інвестовані кошти.

Період окупності інвестицій обчислюється як зворотний показник:

$$ПО = \frac{\sum IK}{\overline{ГН}_p},$$

де  $ПО$  — період окупності інвестицій у роках;

$IK$  — сума інвестицій у проект, передбачена кошторисом;

$\overline{ГН}_p$  — середньорічні грошові надходження.

**Методи оцінки інвестицій за бухгалтерською звітністю** базуються на обчисленні балансової і чистої ( $PI_b$ ;  $PI_a$ ) 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:

$$1) \quad PI = \frac{\overline{РД}}{\sum IK},$$

$$2) \quad PI_a = \frac{\overline{РД} - П_n}{\sum IK},$$

де  $PI$  — балансова рентабельність інвестицій;

$\overline{РД}$  — середьорічний дохід компанії (прибуток);

$IK$  — сума інвестованих коштів;

$PI_a$  — чиста рентабельність інвестицій;

$П_n$  — 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.

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 увесь 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. Вони мають заданий (нормативний) характер, тому важко зрозуміти, чому вони були встановлені на різних рівнях. Який поважаючий себе інвестор направить свій капітал у галузі з більш низькою нормою прибутку?

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.

### **2.3.3. Визначення життєвого циклу проекту**

Розробка та реалізація інвестиційного проекту, особливо виробничого, проходить тривалий шлях від ідеї до будівництва та експлуатації об'єкта. Цей період, як правило, називається життєвим циклом інвестиційного проекту, що охоплює три фази:

1. **Передінвестиційні дослідження** до остаточного прийняття інвестиційного рішення (передінвестиційна фаза). До цієї фази належать: визначення інвестиційних можливостей; аналіз альтернативних варіантів та остаточний вибір проекту; попереднє техніко-економічне обґрунтування; розробка техніко-економічного обґрунтування; дослідницьке забезпечення проекту.
2. **Інвестиційна фаза:** проведення узгоджень; укладання контрактів; розробка проектно-кошторисної документації; будівництво, реконструкція або переоснащення; забезпечення керівника проекту; витрати на авторський нагляд і контроль; підготовка експлуатаційних кадрів; пуско-налагоджувальні роботи.
3. **Експлуатаційна фаза:** введення в експлуатацію; доведення до проектної потужності; витрати на підтримання діючих потужностей; витрати на оновлення основних фондів.

### **2.3.4. Визначення потреби в інвестиціях та вартості капіталу**

Інвестор завжди переслідує мету максимізації прибутку і бажає залучити позичкові кошти за щонайменшу ціну. Кредитори, в свою чергу, як власники або розпорядники капіталу прагнуть продати позичкові кошти якомога дорожче. Тому необхідний ретельний аналіз можливих джерел фінансування вартості.

Звичайно, найкоротший шлях — залучити до справи інших інвесторів (фізичних та юридичних осіб) через емісію цінних паперів і таким чином сформувати початковий капітал. Але це не завжди можливо, особливо для молодих (венчурних) фірм, передусім через брак довіри до них інших інвесторів. Одержання субсидій від держави, особливо при гостродефіцитному бюджеті, та іноземних інвестицій також проблематично. Залишається єдине джерело — ринок позичкових капіталів. Тому інвестор, вирушаючи на цей ринок, повинен вивчити і проаналізувати ціни на позичковий капітал, які відтворені у відсоткових ставках.

Головними відсотковими ставками, що підлягають аналізу, мають бути: реальна; з урахуванням очікуваного рівня інфляції; вільна від ризику; базова; з урахуванням ризику неповернення боргу; бар'єрна; внутрішня норма дохідності та ін.

*Реальна відсоткова ставка* віддзеркалює нормальний розвиток стабільної економіки держави. Вона характеризує нормальний приріст добробуту суспільства.

*Відсоткова ставка, яка враховує очікуваний рівень інфляції*, призначена для відшкодування інвестору можливих витрат від знецінення вкладених капіталів внаслідок зростання цін на товари і послуги у вигляді інфляційної премії.

*Вільна від ризику (державна) ставка* — ставка дивідендів, або відсотків, які обіцяють сплатити власникам державних цінних паперів. Ця ставка зазвичай на кілька пунктів вища від очікуваного рівня інфляції.

*Базовою відсотковою ставкою* вважається найнижча ставка комерційних банків, яку вони призначають для своїх найнадійніших клієнтів. Ця ставка, як правило, на кілька пунктів вища за вільну від ризику ставку.

*Бар'ерна ставка* розраховується інвестором як мінімальна норма доходу, яку він прагне одержати від усіх своїх нових інвестицій. Прибутки, що мають бути отримані за нормою доходу, нижчою від бар'ерної ставки, не мають сенсу для інвестора через те, що вони тільки покривають витрати і видатки.

*Внутрішня норма дохідності* — норма прибутку від нових інвестицій, за якої річні інвестиції і майбутні позитивні грошові потоки дорівнюють один одному. Це норма, що задовольняє інвестора. В окремих випадках для стримання інвестиційної активності і вилучення вільних грошових коштів з обігу вона може бути значно підвищена. За стабільної економіки ця ставка дещо вища за ставку по державних цінних паперах.

Таким чином, намагаючись залучити якомога більше запозичених коштів під забезпечення власних капіталів, інвестор аналізує всі переваги і недоліки залучених і запозичених коштів з метою оптимізації структури джерел фінансування проектів.

### **2.3.5. Оцінка умов розміщення об'єктів інвестування**

Нові земельні ділянки потрібні інвестору насамперед для започаткування нового будівництва або у разі значного розширення діючого виробництва. За відсутності законодавства, що забезпечує права власності на землю, відведення земельних ділянок під промислову та іншу підприємницьку забудову, а також спорудження житлово-комунальних об'єктів регулюються Основами земельного законодавства України, передусім Земельним Кодексом України.

Чинне законодавство обумовлює відведення під будівництво земель несільськогосподарського користування або сільськогосподарських угідь низької якості. У разі використання земель лісового та водного фондів перевага повинна віддаватися безлісовим площам і площам під малоцінними породами дерев, а також заболоченим місцевостям. За сучасних законодавчих норм передача в приватну власність земельних майданчиків передбачається лише під незавершеним будівництвом і бензоаправками.

У травні 1997 р. Кабінетом Міністрів України затверджено методику грошової оцінки земель несільськогосподарського призначення (крім земель населених пунктів). Вона пропонується для використання при укладенні цивільно-правових угод і визначення розмірів земельного податку для земель промисловості, транспорту, зв'язку, оборони; земель природоохоронного призначення; лісового та водного фондів; земель запасу. (Детально основи грошової оцінки земель промисловості, транспорту і зв'язку викладені у підручнику А. А. Пересади «Інвестиційний процес в Україні».)

У разі нового будівництва або розширення діючого виробництва інвестор прагне вибрати з усіх можливих варіантів найсприятливіший земельний майданчик. Для цього створюється комісія із зацікавлених учасників інвестиційного проекту (замовника, генерального проектувальника, підрядника, представників місцевих органів влади та ін.), яка складає акт щодо вибору майданчика під будівництво. Найбільші складнощі для інвестора виникають при узгодженні відведення земель з місцевими органами влади.

Після прийняття позитивного рішення місцевих територіальних органів про відведення земельного майданчика інвестор повинен укласти з місцевим підрозділом архітектурно-планувального управління договір на складання і видачу архітектурно-планувального завдання і відведення майданчика під забудову в натурі. Через вилучення земельного майданчика у попереднього землекористувача можуть виникнути певні збитки. Для визначення та відшкодування цих збитків утворюється комісія під головуванням державного інспектора з використання та охорони земель, яка складає відповідний акт.

Після узгодження проекту відведення земельного майданчика з органами місцевої влади та підпорядкованими їм установами землеупорядкування, санітарного, природоохоронного та архітектурного нагляду проект надходить до місцевої Ради народних депутатів, яка приймає рішення про надання земельної ділянки під забудову.

Завершальним етапом відведення землі є перенесення наданої земельної ділянки на місцевість і закріплення її межовими знаками. Після цього складається акт про перенесення земельної ділянки в натуру, до якого додається план земельної ділянки.

### **2.3.6. Оцінка ймовірності та здійснюваності інвестиційного проекту**

**Фінансова здійснюваність проекту** — це ключовий критерій для інвестора. Всі інші цілі, що переслідуються ним, вторинні і не становлять інтересу без досягнення головної мети — достатньо високого прибутку як на сукупний капітал, так і на власний й оплачений акціонерний.

Оцінка фінансової здійснюваності проекту повинна виконуватися таким чином, щоб усі учасники фінансування одержали вичерпну інформацію про свої частки в загальній сумі майбутнього прибутку від реалізації проекту, а також про можливі втрати внаслідок інвестиційних ризиків.

Головний інструментарій, що застосовується при оцінці проектів, такий:

- фінансові показники здійснюваності проекту;
- показники економічної ефективності;
- аналіз чутливості;
- аналіз безбитковості;
- оцінка ймовірності;
- економічна оцінка проекту.

Якщо проект здійснюється на діючому підприємстві, то джерелами інформації для його оцінки є: балансовий звіт підприємства (компанії), звіт про прибуток і збиток (чистий дохід), звітний і прогнозний грошовий потік (графік надходження реальних коштів).

Найбільш *характерними показниками фінансової здійснюваності проектів* є: коефіцієнт співвідношення довгострокових запозичених коштів та акціонерного капіталу; коефіцієнт покриття; коефіцієнт абсолютної ліквідності; коефіцієнт покриття довгострокових зобов'язань; коефіцієнт співвідношення між дебіторською і кредиторською заборгованістю. Аналіз співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості повинен виконуватися в динаміці. Зміна цього показника зумовлюється низкою чинників: зростанням запасів незавершеного будівництва; збільшенням рахунків до сплати; емісією нових позичкових зобов'язань і неповним їх розміщенням; скороченням ліквідних ресурсів; відмовою банків надавати нові позички.

*Показники економічної ефективності* вимірюються щодо відповідних вкладень капіталу:

- відношенням чистих потоків реальних грошей до сплати корпоративного податку;
- те саме, але після сплати податку;
- відношенням прибутку (з урахуванням відсотків, що сплачуються по заборгованості);
- відношенням валового чистого прибутку до річного обсягу продаж.

*Індекс дохідності (коефіцієнт чистого дисконтованого доходу)* — це співвідношення чистого дисконтованого доходу і дисконтованої вартості інвестицій (дисконтована норма прибутку), що використовується для порівняння альтернативних проектів:

$$ID = ЧДД : ДВІ,$$

де *ID* — індекс дохідності;

*ЧДД* — чистий дисконтований дохід;

*ДВІ* — дисконтована вартість інвестицій.

Якщо період будівництва не перевищує одного року, вартість інвестицій не слід дисконтувати.

*Капіталоозброєність (КО)* — співвідношення між початковим обсягом інвестицій і кількістю працюючих. Показник характеризує інтенсивність виробництва і тісно пов'язаний

з іншим показником — механоозброєністю ( $MO$ ), тобто вартістю активної частини основних фондів у розрахунку на одного працюючого.

Ці показники безпосередньо впливають на частку трудовитрат у собівартості продукції:

$$KO = OI : KP;$$

$$MO = AF : KP,$$

де  $KO$  — капіталоозброєність;

$OI$  — початковий обсяг інвестицій;

$KP$  — кількість працюючих;

$MO$  — механоозброєність;

$AF$  — активні фонди.

Коефіцієнт оборотності капіталу ( $KO$ ) обчислюється за формулою:

$$KO = OP : OK,$$

де  $OP$  — обсяг реалізації продукції;

$OK$  — середній розмір оборотного капіталу за певний період обігу (рік, квартал).

Показник характеризує кількість оборотів оборотного капіталу за певний період.

Головним інструментом, що визначає міру впливу на здійснюваність проекту, є *аналіз чутливості*. Він виконується за сценарієм, відповідно до якого кожній складовій критичної змінної надаються різні значення параметрів кількості і ціни, що дозволяє виявити міру впливу цих складових на одиницю критичних змінних. Таким чином визначають домінуючі статті витрат в інвестиційних, виробничих і реалізаційних витратах, які справляють найбільший вплив на розмір і структуру грошових потоків і формують масу прибутку або доходу.

Результатом аналізу чутливості є *визначення беззбитковості проекту*, яка характеризується рівновагою обсягів продаж і відповідних витрат (інвестиційних і виробничих). Таку рівновагу називають точкою беззбитковості. В цій точці фірма працює беззбитково.

Беззбитковість досягається за такого рівняння:

$$(CO - PV) \cdot OB = PV_{pe},$$

або

$$OB = \frac{PV_{pe}}{CO - PV},$$

де  $CO$  — ціна одиниці продукції;

$PV$  — поточні змінні витрати у складі собівартості одиниці продукції;

$OB$  — обсяг виробництва в натуральних одиницях;

$PV_{pe}$  — річна величина постійних витрат.

Для групи виробів беззбитковість визначається шляхом підсумовування всіх витрат на кожний вид товару і зіставлення їх із сумарним обсягом продаж:

$$\sum_{i=1}^n (CO_i - PV_i) \cdot OB_i = \sum_{i=1}^n PV_{pe_i},$$

де  $i$  — вид товару в групі  $n$ .

Аналіз чутливості і беззбитковості дозволяє виявити домінуючі змінні і, варіюючи їх складовими, оцінити проект з точки зору доцільності здійснення інвестицій. Передумовами такого аналізу є стабільна соціально-економічна обстановка в країні і цивілізоване конкурентне середовище.

На будь-якій стадії життєвого циклу інвестицій значення домінуючих змінних можуть суттєво відхилитися від передбачених у проекті. Більше того, можуть виникати нові змінні, які матимуть домінуючий характер. Тому для інвестора набуває першорядного значення *аналіз імовірності здійснення проекту*.

Крім того, інвестиційний проект повинен бути обґрунтований масштабніше — з точки зору національної економіки. Таку оцінку у світовій практиці прийнято називати економічною і вона покликана обґрунтовувати результативність проекту з позицій вигод держави і всіх верств суспільства.

## Лекція № 3 БЮДЖЕТУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ

### 3.1. Процес інвестування капіталу

При фінансуванні інвестицій основна увага спрямована на оцінку інвестиційного вибору, за умови існування припущення, що використання теоретично коректних методів безпосередньо призводить до оптимального інвестиційного вибору і, таким чином, максимізує багатство акціонерів. Особа, що приймає рішення, розглядається як пасивний глядач, що діє більше як технік, ніж як підприємець. Якимось чином ідеї відносно інвестування з'являються у полі зору, розраховуються грошові потоки і розробляються припущення. Ризик ураховується у формулі дисконтування, за якою обчислюється значення чистої теперішньої вартості (NPV) проекту. Якщо значення NPV позитивне, пропозиція стає частиною переліку прийнятних інвестиційних можливостей. Цей перелік у подальшому ревізується шляхом оцінки взаємовиключаючих проектів за умов наявних обмежень у фінансовому капіталі, де це необхідно.

Такому підходу до бюджетування капіталу властиві такі припущення:

1. Інвестиційні ідеї з'являються просто.
2. Проект може розглядатися ізольовано, тобто проекти не є взаємозалежними.
3. Ризик може бути повністю врахований у рамках чистої теперішньої вартості.
4. Некількісні зауваження щодо інвестування до уваги не беруться.
5. Оцінка грошових потоків є неупередженою.

За таких припущень, а саме наголосу на інвестиційних оцінках, а не в цілому на процесі інвестування, може виникнути ситуація, коли неможливо виробити найбажанішу інвестиційну програму. Вирішенням даної ситуації може бути відповідь на запитання, яким чином організація може розробити концептуальну основу, спираючись на яку, можуть здійснюватися солідні та успішні інвестиційні проекти? Це не обов'язково вимагає використання надскладних методів або процедур. Менеджеру необхідно здійснити переоцінку процедур інвестування в організації не для того, щоб визначити, чи є вони теоретично правильними, а для того, щоб визначити, чи дозволить менеджеру їх використання приймати дійсно кращі рішення.

**Процес інвестування** може бути поділений на чотири основні етапи.

#### 1. *Генерація проекту:*

- а) пошук інвестиційних можливостей у рамках стратегії компанії;
- б) відсів пропозицій на предмет того, чи варті вони детальніших досліджень;
- в) визначення (конкретизація) проектів;
- г) визначення інших доступних альтернативних інвестицій;
- д) збирання інформації і розробка припущень.

#### 2. *Оцінка проекту:*

- а) розрахунок загальних дискретних потоків надходжень;
- б) визначення чистих надходжень;
- в) оцінка впливу різних припущень на одержані за проектом результати;
- г) аналіз ризиків проекту;
- д) співвідношення вигод і стратегічної цілі проекту з ризиком та обмеженнями для організації.

#### 3. *Затвердження проекту:*

- а) підготовка і затвердження загальних капітальних витрат, що плануються за річними бюджетами;
- б) звернення із запитом на затвердження коштів по кожній із пропозицій з наданням усіх необхідних додаткових матеріалів на кожний додатковий рівень затвердження у структурі організації;
- в) прийняття рішення відносно інвестування (прийняти, відкинути, змінити).

#### 4. *Реалізація проекту:*

- а) відслідковування і контроль фаз реалізації;

б) оцінка реалізації та очікуваного результату інвестиційного рішення.

### **3.1.1. Інвестиційні можливості**

Економічна теорія розглядає інвестування як взаємодію пропозиції капіталу і потоку інвестиційних можливостей. Було б помилковим дійти висновку, що безперервний потік інвестиційних можливостей подає для оцінки сам себе. Тільки інвестиційні проблеми «проявляють» себе у вигляді поломки обладнання, яке вже неможливо відремонтувати, саме тоді, коли виконується замовлення найбільш шанованого клієнта. Взагалі, чим раніше можна визначити інвестиційну можливість, тим більшим буде масштаб винагороди.

Для будь-якої організації існує потенційний набір інвестиційних можливостей, які збігаються за своєю суттю з виробленими цілями і стратегією компанії. Завдання саме керівництва полягає в тому, щоб здійснювати творчий пошук по визначенню такого набору. Багато середніх і великих компаній розуміють подібний стан речей і саме тому роблять серйозний наголос на інноваціях і розвитку, віддаючи їм пріоритет на рівні організації, заохочуючи ранню ідентифікацію інвестиційних можливостей. Важко визначитися відносно того, як багато часу необхідно приділяти генерації проєктів. Вартість проігнорованих можливостей не показується прямо у звіті по доходах, на відміну від витрат на пошук і дослідження. Більшість фірм готує річний бюджет капіталу, в якому перелічуються інвестиційні проєкти, що передбачаються для кожного з підрозділів (пропозиції «знизу — нагору»), разом зі стратегічними проєктами, запланованими керівниками вищого рівня. Зарубіжний досвід свідчить, що з досліджуваних фірм понад 65 % готують капітальний бюджет на два роки наперед. Багатьом компаніям необхідно зробити оціночні підрахунки капітальних витрат на період понад п'яти років або навіть на десятирічний проміжок. Капітальний бюджет, коли він підготовлений, переглядається і перевіряється вищим керівництвом і фінансовими підрозділами компанії і після цього затверджується як базис для планування на наступний рік. Зазвичай немає потреби затверджувати витрати на окремі проєкти у рамках капітального бюджету. Це повинно бути зроблено завчасно через процедуру затвердження вимог на фінансування і на практиці вимагає значно більшої глибини аналізу, ніж та, що наводиться у бюджеті капіталу. Керівництво вирішує, до якого ступеня потрібно децентралізувати інвестиційний процес. Тут визначаються перевірка і детальний аналіз (включаючи розробку окремого капітального бюджету) інвестиційних проєктів, що повинні бути передані керівникам підпорядкованих підрозділів. Одним з таких найпростіших методів є делегування всіх інвестиційних пропозицій, вартість яких не перевищує певну, наперед визначену суму. Інші методи делегування пов'язані з природою проєкту, наприклад стратегічні міркування, високоризиковані проєкти або проєкти, що не включені у бюджет капіталу і потребують затвердження на вищому рівні. Більшість великих компаній (74 % з досліджуваних) мають спеціальні посібники з бюджетування капіталу, що включають інструкції і контрольні листи, за якими здійснюються важливі процедури у процесі інвестування.