

Міністерство освіти і науки України

**Тернопільський національний
економічний університет**



*До 50-річчя Тернопільського національного
економічного університету*

Б. Л. ЛУЦІВ, І. С. КРАВЧУК, Б. Б. САС

ІНВЕСТИВАННЯ

Підручник

Тернопіль
ТНЕУ
2014

УДК 330.322

ББК 65.9(4Укр)263Я73

Л 86

Луців Б.Л., Кравчук І.С., Сас Б.Б. Інвестування: Підручник. – Тернопіль: Економічна думка, 2014. – 544 с.

Автори:

Луців Богдан Любомирович – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри банківського менеджменту та обліку Тернопільського національного економічного університету.

Кравчук Ігор Святославович – кандидат економічних наук, доцент кафедри банківського менеджменту та обліку Тернопільського національного економічного університету.

Сас Богдана Богданівна – кандидат економічних наук, доцент кафедри банківського менеджменту та обліку Тернопільського національного економічного університету.

Рецензенти:

Школьник І. О. – доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, проректор з навчальної та науково-педагогічної роботи ДЗВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”.

Пишк Б. І. – доктор економічних наук, доцент, завідувач кафедри фінансів Львівського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України.

Майорова Т. В. – кандидат економічних наук, доцент, завідувач кафедри банківських інвестицій ДВНЗ “Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана”.

Рекомендовано до друку вченою радою Тернопільського національного економічного університету (протокол № 7 від 29 квітня 2014 р.)

У підручнику “Інвестування” авторами висвітлюються актуальні питання інвестиційної діяльності як необхідного елемента інноваційно-інвестиційної моделі розвитку економіки. Підручник містить визначення концептуальних засад інвестування, базових понять інвестиційних розрахунків, механізму оцінки та реалізації фінансових і реальних інвестицій, у тому числі в міжнародному аспекті, особливостей інноваційних інвестицій, здійснення проектного та портфельного інвестування, формування інвестиційних ресурсів, управління ризиками інвестиційної діяльності, порядку участі держави в інвестиційному процесі.

Підручник включає виклад тематичного матеріалу, контрольні питання, дослідницькі завдання, ключові слова, перелік рекомендованих літературних джерел та інтернет-ресурсів.

Видання розраховане на студентів вузів економічного профілю, слухачів магістратури, аспірантів, науковців та працівників фінансово-банківської та інвестиційної сфер.

ISBN 978-966-654-312-0

© Луців Б. Л., Кравчук І. С., Сас Б. Б., 2014

© THEU, 2014

ЗМІСТ

РОЗДІЛ I. ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ ІНВЕСТУВАННЯ	7
1.1. Історичні аспекти інвестиційної теорії	7
1.2. Економічний зміст інвестицій.....	21
1.3. Форми та види інвестицій	30
1.4. Механізм функціонування та структура інвестиційного ринку.....	37
1.5. Інвестиційний процес та інвестиційний цикл	45
1.6. Інвестиційна стратегія: сутність та порядок розробки.....	51
РОЗДІЛ II. СУБ'ЄКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ	59
2.1. Економічний зміст інвестиційної діяльності. Права та обов'язки інвесторів.....	59
2.2. Класифікація суб'єктів інвестиційної сфери	63
2.3. Характеристика інституційних інвесторів.....	64
2.4. Допоміжні учасники інвестиційної діяльності.....	94
РОЗДІЛ III. ТЕОРІЯ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙ	109
3.1. Концепція вартості грошей у часі.....	109
3.2. Визначення вартості інвестицій на основі простих процентів	110
3.3. Порядок застосування складних процентів в інвестиційній теорії.....	113
3.4. Методика розрахунку вартості грошових потоків в часі.....	117
3.5. Методи оцінювання ефективності інвестицій	121
3.6. Міжнародні та національні стандарти оцінки	129
РОЗДІЛ IV. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ	139
4.1. Нормативно-правові та організаційні основи фінансового інвестування	139
4.2. Економічний зміст ринку цінних паперів	141
4.3. Характеристика основних видів цінних паперів	144
4.4. Учасники ринку цінних паперів:	182
4.4.1. Емітенти та інвестори	183
4.4.2. Торговці цінними паперами	184
4.4.3. Депозитарні установи	189
4.4.4. Організатори торгівлі	196
4.5. Регулювання ринку цінних паперів	205
РОЗДІЛ V. РЕАЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ	215
5.1. Економічний зміст реальних інвестицій	215
5.2. Інвестиційні основи будівництва.....	221
5.3. Інвестиційний аналіз підприємства як цілісного майнового комплексу.....	231
5.4. Оцінка нерухомості в інвестиційних цілях.....	236
5.5. Інвестиції в нематеріальні активи.....	242
5.6. Фінансування реальних інвестицій	250

РОЗДІЛ VI. ІННОВАЦІЙНІ ІНВЕСТИЦІЇ	259
6.1. Економічний зміст інновацій та інноваційного процесу.....	259
6.2. Організаційні форми інноваційної діяльності.....	277
6.3. Державна інноваційна політика.....	298
6.4. Фінансування інноваційної діяльності.....	311
РОЗДІЛ VII. МІЖНАРОДНІ ІНВЕСТИЦІЇ	335
7.1. Світовий ринок інвестицій: основи функціонування.....	335
7.2. Види та форми іноземних інвестицій.....	340
7.3. Характеристика іноземних інституційних інвесторів.....	345
7.4. Напрями залучення іноземних інвестицій.....	351
7.5. Державна політика у сфері іноземного інвестування.....	357
РОЗДІЛ VIII. ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПРОЕКТУВАННЯ	365
8.1. Економічний зміст інвестиційних проєктів.....	365
8.2. Організація проєктування в будівництві.....	371
8.3. Техніко-економічне обґрунтування інвестиційного проєкту.....	379
8.4. Міжнародні стандарти управління проєктами.....	384
РОЗДІЛ IX. ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТИВАННЯ	399
9.1. Сутність та класифікація інвестиційних портфелів. Портфельна інвестиційна політика.....	399
9.2. Основи портфельної теорії.....	405
9.3. Методи аналізу цінних паперів.....	414
9.4. Управління портфельними інвестиціями.....	441
9.5. Оцінка ефективності вкладень в інвестиційні фінансові активи.....	448
РОЗДІЛ X. ІНВЕСТИЦІЙНІ РЕСУРСИ	459
10.1. Джерела фінансування інвестиційної діяльності.....	459
10.2. Методи та інструменти залучення ресурсів на інвестиційному ринку.....	472
10.3. Оцінка вартості акумульованих інвестиційних ресурсів.....	487
РОЗДІЛ XI. ІНВЕСТИЦІЙНІ РИЗИКИ	499
11.1. Економічний зміст інвестиційних ризиків.....	499
11.2. Управління ризиками реальних інвестицій на основі РМВОК.....	502
11.3. Ризики фінансового інвестування.....	506
РОЗДІЛ XII. РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ	519
12.1. Державна інвестиційна політика.....	519
12.2. Інвестиційний клімат держави.....	531

ВСТУП

Одним з пріоритетних завдань на сучасному етапі в Україні є необхідність утвердження інноваційно-інвестиційної моделі розвитку економіки України. Саме зосередження уваги на залученні як вітчизняних, так й іноземних інвестицій, в тому числі на основі створення сприятливого інвестиційного середовища, сприятиме використанню інвестицій як основного драйвера економічного зростання.

Підручник “Інвестування” є однією з спроб надання для студентів та інших зацікавлених осіб в комплексі структурованого матеріалу з інвестиційної теорії та інструментарію оцінки та реалізації інвестицій як у фінансовому, так і в реальному секторі економіки.

Метою курсу “Інвестування” є формування системи знань щодо сутності інвестиційного процесу та механізму його реалізації в різних формах у результаті метаморфоз капіталу.

Досліджуючи теоретичні та практичні засади інвестування, автори використовували існуюче нормативно-правове забезпечення інвестиційної діяльності та матеріали наукових і навчальних праць відомих фахівців, таких як: З. Боді, Ю. Брігхема, Дж. Ван Хорна, У. Шарпа, Ф. Фабоцці, А. Пересади, О. Мертенса, Т. Майорової та ін.

Структурно підручник включає дванадцять тем та розкриває у зрозумілій формі теоретичні основи інвестування, механізм діяльності основних учасників інвестиційного процесу (банків, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів тощо), базові поняття інвестиційних розрахунків на основі концепції вартості грошей у часі, порядок оцінки та здійснення фінансових та реальних інвестицій, в тому числі в міжнародному аспекті, особливості інноваційних інвестицій, порядок проектного та портфельного інвестування, механізм та способи акумуляції інвестиційних ресурсів, специфіку ідентифікації та управління інвестиційними ризиками, роль держави у розвитку інвестиційних процесів тощо.

Матеріал посібника подано у формі викладу тематичного матеріалу, містить ключові слова, контрольні запитання, дослідницькі завдання, а також перелік рекомендованої літератури, нормативно-правових документів та інтернет-ресурсів, що надасть можливість студентам роз-

ширити свої знання, а також спростити процес самостійної підготовки до занять та виконання дослідницьких завдань.

Викладений матеріал у підручнику дозволяє використовувати його як навчальний інструмент, так і в якості довідкового видання фахівцями в процесі інвестиційної діяльності.

Авторами розділів у підручнику є: Б. Л. Луців – керівник авторського колективу (розділи 1, 7, 8), І. С. Кравчук (розділи 2, 3, 4, 5, 9), Б. Б. Сас (розділи 6, 10, 11, 12).

РОЗДІЛ I

ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ ІНВЕСТУВАННЯ

1. *Історичні аспекти інвестиційної теорії.*
2. *Економічний зміст інвестицій.*
3. *Форми та види інвестицій.*
4. *Механізм функціонування та структура інвестиційного ринку.*
5. *Інвестиційний процес та інвестиційний цикл.*
6. *Інвестиційна стратегія: сутність та порядок розробки.*

§ 1. Історичні аспекти інвестиційної теорії

Останнім часом все більше посилюється зростання ролі інвестиційної діяльності в розвитку світової економіки, мають місце досить стійкі тенденції в міжнародному русі капіталів, а глобалізація і водночас поглиблення національної визначеності економік зумовлюють поглиблений інтерес до вивчення етапів розвитку інвестиційних теорій, світової практики їхнього застосування. Виникає насущна потреба звернутись до історичних джерел та виявити “генетику” закономірностей сучасних інвестиційних процесів. У цьому контексті важливо проаналізувати внесок окремих економічних шкіл у розвиток теорії інвестицій.

Історичний аспект теорій інвестицій розглянемо за такими етапами (рис. 1.1).

Епоха меркантилізму

Великі географічні відкриття XV–XVI ст. започаткували виникнення теорії і політики меркантилізму. Нагромадження торгового капіталу сприяє розвитку виробництва. Європа у XV ст. потерпає від недостатньої кількості грошей – золота і срібла, які були еквівалентом товарної маси.



Рис. 1.1. Етапи розвитку теорії інвестицій

Представники раннього меркантилізму предметом свого дослідження вибрали сферу обігу, яку ідентифікують як середовище “породження грошей грошима”. Однак джерелом збагачення суспільства меркантилісти вважають лише зовнішню торгівлю. Вони ототожнюють гроші й капітал і вважають єдиним засобом збагачення країни – реальні гроші. Так, для раннього меркантилізму механізм зростання багатства – це приплив грошей у країну та нагромадження скарбів, для пізнього – постійний рух грошей, що забезпечує їхній приріст за умови активного сальдо торгового балансу країни. Держава, здійснюючи активну протекціоністську політику щодо грошових потоків, займається регулюванням торгового балансу. Ця політика базується на принципах, сформульованих Томасом Маном (1571–1641), Джоном Ло (1671–1729) та Девідом Юмом (1711–1776).

Представникам пізнього меркантилізму властиве перебільшення ролі грошей, в яких вони вбачали чи не єдину умову розвитку виробництва. Міністр фінансів Франції Жан Кольбер (1619–1683), зазначаючи, що схильність до заощадження переважає схильність до інвестування, пропонує певні заходи для активізації інвестиційної

активності. На його думку, першою об'єктивною передумовою промислового розвитку є те, що завдяки збільшенню кількості грошей у країні вони дешевшають, процентні ставки знижуються, що спонукає багатих людей вкладати гроші у виробництво. Другою передумовою має бути втручання держави в процеси інвестування.

Питання стимулювання державою припливу іноземних інвестицій ґрунтовно висвітлено в працях німецьких меркантилістів (камералістів) – Людвіга фон Зекендорфа (1626–1692), Йогана Бехера (1625–1685), Філіппа фон Горніга (1638–1712). Камералісти розглядають товарне виробництво як важливу передумову розвитку торгівлі і припливу грошей у країну.

Період зародження та становлення економіки капіталізму

Розвиток капіталістичних відносин привів до занепаду меркантилізму. Так, рекомендації меркантилістів уже не сприяють вирішенню приватних економічних проблем буржуазії, сам протекціонізм держави починає заважати вільному переливанню капіталів, розширенню ринку збуту, вільному доступу до ринків сировини.

Дослідження переносяться у сферу виробництва і започатковуються класичні підходи до аналізу проблем виробництва і нагромадження. Представником цих класичних підходів є англійський економіст Вільям Петті (1623–1687), який відійшов від ідей меркантилізму і заклав основи класичної економічної теорії. Розробивши теорію фінансової системи капіталізму, нову доктрину оподаткування, Петті дійшов висновку, що економікою управляють не люди або уряди, а об'єктивні економічні закони. Він виступає як основоположник трудової теорії вартості, на основі якої робить цікаві висновки щодо природи багатства, серед яких важливими є і різниця між ціною і вартістю, що стає основою нагромадження та інвестицій; а джерелом інвестицій є прибуток, який залежить від величини заробітної плати та розмірів ренти.

Основи нової економічної теорії перекинулись з Англії на Францію. Французький економіст П'єр де Буагільбер (1646–1714), критикуючи меркантилізм за помилкове пояснення джерел багатства, наголошує, що багатство створюється у виробництві, зокрема в сільському господарстві. На його думку, основним джерелом інвестицій є доходи від виробництва, а не від зовнішньої торгівлі.

Формування засад інвестиційної теорії продовжується представниками французької школи фізіократів Франсуа Кене (1694–1774) та Жаком Тюрго (1712–1781). В основі системи фізіократів було бачення землі як єдиного джерела багатства. Аналізуючи процеси відтворення та реалізації продукту Ф.Кене формулює поняття інвестицій як початкових авансів, або капітальних вкладень. Інвестиції – це необхідні для виробництва витрати, які визначають вартість товарів. Міграцію капіталів Ф.Кене розглядає як об’єктивно зумовлений процес вільного руху товарів і грошей, що не приводить до збагачення однієї країни за рахунок іншої.

На відміну від Ф.Кене, який розглядає капітал у натуральній формі, Ж.Тюрго визначає його як “нагромаджену вартість”. Прибуток Ж.Тюрго розглядає як самостійний вид доходу. Він визначає правомірним прибуток промислового капіталіста і торговця, пояснюючи це тим, що без рухомого капіталу – інвестицій – неможливе жодне виробництво.

Важливою заслугою у формуванні нового методу пізнання, що докорінно змінив уявлення про роль держави у суспільній господарській системі, належить англійським економістам Адаму Сміту (1723–1790) та Давиду Рікардо (1772–1823). А. Сміт визнавав, що економічну умову збагачення суспільства складає не просто наявність грошей, а капіталу. Він економічне зростання пов’язує не тільки зі зростанням доходу, а й з нагромадженням. Нагромадження капіталу, за Смітом, є наслідком заощаджень. Їх основою є доходи. А. Сміт визнає, що основи суспільного багатства створюються працею, але спеціально наголошує на самому характері праці, розрізняючи продуктивну й непродуктивну працю. Незважаючи на те, що такий поділ праці на продуктивну та непродуктивну є помилковим, на підставі цієї теорії він зробив цілком справедливі узагальнення, які розглядаються нині як значний внесок у теорію інвестицій.

А.Сміт виходить з того, що обсяги заощаджень дорівнюють інвестиційним запасам, оскільки нагромадження вільних грошових коштів без наступного їх застосування є винятковим явищем. Він є прихильником економічного лібералізму, вільної гри господарських сил, невтручання держави в економічне життя, але водночас схва-

лює таку функцію держави як сприяння економічному розвитку. Під цією функцією він розуміє часткове втручання держави в економічні процеси, зокрема з метою обмеження непродуктивного споживання, яке гальмує інвестування.

Д. Рікардо дає власне тлумачення проблеми інвестування капіталів. Якщо А. Сміт досліджує природу економічного зростання, то Д. Рікардо розглядає як фактор зростання розподіл. Основу системи Д. Рікардо становить теорія заробітної плати, прибутку й ренти як форм доходів. Д. Рікардо був єдиним з класиків, хто заперечував можливість “примусового заощадження”, за якого зростання цін веде до погавлення інвестиційних процесів. Він не вважав грошовий кредит джерелом інвестицій, а, навпаки, заперечував твердження, що “кредит може породжувати капітал”, тому й не сформулював власної теорії процентної ставки та її ролі в регулюванні інтенсивності інвестування.

Марксистська інвестиційна доктрина

Інвестиційна теорія Карла Маркса (1818–1883), викладена найбільш ґрунтовно в праці “Капітал”, за змістом є соціально орієнтованою. Він доводить, що інвестування за умов капіталізму зумовлює розшарування суспільства, збагачення одних за рахунок інших, сприяє протистоянню суспільних класів. К. Маркс стверджує, що всі заощадження робляться капіталістами з метою реінвестиції і капіталісти автоматично знову вкладають увесь прибуток незалежно від розмірів очікуваних доходів. Він розглядає інвестиції, як функцію від прибутку, але, хоча він і впевнений в існуванні конфлікту між заробітною платою і прибутком, проте вважає що інвестиції не пов’язані із заробітною платою, не залежать від її розмірів. К. Маркс стверджує, що інвестиції не можна також розглядати як функцію від норми прибутку. Марксова модель інвестиційного процесу включає категорію інноваційної діяльності, яку він передбачав задовго до того, як вона стала актуальною. Він робить висновок, що інновації є чинником, який протистоїть тиску ринку на виробника, засобом, що сприяє дії основного мотиву інвестування. Прибуток у Маркса є основним регулятором інвестиційних потоків. Марксистська теорія міжнародного руху інвестицій пояснює експорт капіталу надлишком інвестицій у країні.

Спираючись на марксистську концепцію недоспоживання, В. Ленін (1870–1924) у праці “Імперіалізм як вища стадія капіталізму” проаналізував закономірності інвестиційних процесів за умов монополізму та колоніальної експансії розвинених країн. Сучасний капіталізм характеризував високим рівнем монополізації, участю інвестиційних банків у процесі концентрації і централізації капіталів. В. Ленін назвав експорт капіталу однією з головних ознак цієї стадії капіталізму, її типовою рисою. Експорт інвестицій у відсталі країни, що продукують тільки сировину, за умов політичного контролю з боку розвинених держав, згідно з позицією В. Леніна, орієнтується на добувну промисловість і забезпечує необмежені прибутки невеликій групі інвесторів у метрополії. Для країн, що імпортують інвестиції, це означає деформацію економічної структури, посилення залежності від економіки розвинених країн та перетворення на сировинний придаток останніх.

Проте Ленін і зазначає, що хоч рух інвестицій і зумовлюється пошуком прибуткової сфери застосування, але часто інвестори поступаються надприбутком заради безризикового вкладення капіталів.

Інвестиції в неокласичній теорії

У другій половині XIX ст. відбувається трансформація класичної інвестиційної концепції, що полягає у перегляді засад вартісної доктрини. Відомо, що класична теорія ідеалізувала стихійний ринковий механізм. За класичною схемою, економічний розвиток – це зростання суспільної вартості, яке зумовлюється нагромадженням капіталів, тобто зростанням обсягів інвестицій. Проблему капіталізації доходів ця теорія пов’язувала з вартістю, її розподілом, рівень розвитку інвестиційних процесів пов’язувала з розміром доходів та їхнього перерозподілу між класами. Такі підходи були характерні для певного періоду розвитку економічної теорії і зумовлювалися станом суспільної економіки.

Англієць Стенлі Джевонс (1835–1882) запропонував математичну інтерпретацію економічної теорії і сформулював закон спадної граничної корисності (нова течія – маржиналізм). Він вказував на залежність інвестування від ефективності виробництва, від способу використання й поєднання його факторів.

Близькою до сучасної була інвестиційна теорія, обґрунтована Євгеном Бем-Баверком (1851–1919), який за допомогою граничного методу уточнив коло чинників, що впливають на ціну інвестиційних благ, і тим самим стимулюють або отримують попит на інвестиції.

Інший авторитетний представник австрійської школи Фрідріх фон Візер (1851–1926) увів у науковий обіг термін “маржинальна корисність інвестиційних товарів”. Вартість інвестиційного товару він виводив із його корисності, насиченості потреб. Візер розглядав інвестиційні витрати не просто як капіталовкладення, а як витрати для суспільства, котрі вирішують певні його проблеми, передовсім проблему зайнятості.

Наприкінці XIX ст. виникає своєрідний американський варіант теорії граничної корисності, основоположником якого був професор Колумбійського університету Джон Бейтс Кларк (1847–1938). Одна з головних теорій Кларка – теорія “граничної продуктивності” – ґрунтується на ідеях Т. Мальтуса. “Закон спадної продуктивності праці й капіталу” Кларк обґрунтував тим, що кожна одиниця приросту інвестицій у працю за незмінного розміру капіталу забезпечує продуктивність знижену порівняно з попередніми інвестиціями. Кожна наступна інвестиція в капітал за незмінної продукції має меншу ефективність порівняно з попередніми інвестиціями. Тому кожний підприємець має схильність до інвестування своїх коштів у нові виробництва, де гранична продуктивність завжди вища, ніж у традиційних.

Леон Вальрас (1834–1916) математично змоделивав економічний розвиток, який заснований на ідеї граничної продуктивності факторів виробництва, їхньому оптимальному поєднанні та закономірностях їхнього відтворення й інвестиційного поповнення. За його твердженням саме наявність достатньої кількості заощаджень (капіталу у грошовій формі) є найважливішою передумовою інвестування розширеного відтворення, тобто економічного розвитку.

Л. Вальрас сформулював правило, яке було основою аналізу міжнародної платіжної позиції будь-якої держави: вартість імпорту країни дорівнює сумі вартості експорту і чистих зарубіжних продаж активів та чистих процентів на них.

Кембриджська економічна школа, засновником якої був Альфред Маршалл (1842–1924), започаткувала новий, неокласичний напрям в економічній теорії. Проблему інвестування А. Маршалл розглядає в контексті співвідношення ціни й корисності. Середня ціна товару визначає попит на інвестиційні товари, отже їхню ціну і ставку процента. На ціну інвестиційних товарів також впливає чинник споживчого надлишку, що трактується Маршаллом як неспожиті (через високі ціни на товари) доходи, які перетворюються на заощадження. Заощадження визначають пропозицію інвестицій і знижують їхню ціну, якщо простір для їхнього застосування обмежений або обмеженими є запаси інвестиційних товарів, або бракує попиту на них. За його твердженням, інвестиції з розвитком суспільства мають тенденцію пересуватися у новаторські галузі з високими поточними прибутками, але з високими перспективами отримання у майбутньому надприбутків.

У США в 20-х роках з'явилась група економістів-прихильників ідеї стабілізації економіки через регулювання інвестиційного циклу за допомогою виваженої кредитно-грошової політики. Керівником групи став Ірвінг Фішер (1867–1947), що визнав як засадну тезу: “умова стабільності – стійкість цін і грошей”. Він зосередився на проблемі побудови інвестиційної моделі економіки, саморегулювання якої здійснюється за допомогою “норми доходу понад витрати і ставки процента”. Як регулятор розширення чи звуження відтворення він розглядав розходження між очікуваною нормою доходу на інвестиції і нормою процента: для інвестування необхідно, щоб “норма доходів понад витрати обов'язково перевищувала норму процента”, І. Фішер розкриває механізм впливу грошової маси на розміри заощаджень і пропозиція грошей у короткостроковому періоді знижує розміри процентних ставок, але протягом більш тривалого часу збільшення кількості грошей в обігу призводить до “розкручування” інфляції і спричиняється до зростання процентних ставок. Згортання інвестиційного потенціалу суспільства і сповільнення темпів економічного зростання внаслідок розширювальної грошової політики держави та інфляції згодом назвали “правилом Фішера”. За Фішером фіскальна експансія держави звужує інвести-

ційні можливості суб'єктів господарювання, і з часом збільшує потреби держави у фінансових ресурсах, що призводить до зростання номінальних ставок доходів, процентних ставок та інфляції. Інновації І. Фішер розглядає як могутній автономний чинник інвестицій.

Відповідно до “ефекту Фішера” у міжнародному інвестиційному середовищі в довгостроковій перспективі зміна рівня валютного курсу дорівнюватиме різниці процентних ставок в обох країнах і різниці прогнозованих темпів інфляції в цих країнах. “Ефект Фішера” має надзвичайно важливе значення для правильної оцінки того стану, який складається на інвестиційному ринку в країні – реципієнті інвестицій, і для того, щоб інвестор міг прогнозувати наслідки інвестування за кордоном.

Кейнсіанська інвестиційна теорія

На початку ХХ ст. основи вільної конкуренції як регулятора капіталістичного господарства було підірвано пануванням монополій. Повторюваність криз, що супроводжувалися зниженням рівня виробництва, інвестицій, зайнятості, заробітної плати, серйозними труднощами збуту товарів, розладом усього механізму капіталістичної економіки знищила ілюзії неокласиків про постійну можливість автоматично забезпечувати рівновагу на ринку товарів, праці та капіталу.

Найбільшою мірою нездатність капіталістичної економіки до саморегульованого розвитку виявилася у роки світової економічної кризи 1929 р. та “Великої депресії” 30-х років.

Тоді майже всі представники неокласичного напрямку, зокрема І. Фішер, А. Пігу, Р. Хоутрі, визнавали, що в центр економічного розвитку треба покласти інвестиційні процеси. Інвестування, що є основою розширення виробництва, а отже, й зростання зайнятості, доходів, платоспроможного попиту за умов корпоративізованої ринкової економіки само стає циклічним процесом. Тому проблеми зайнятості, інфляції, економічного спаду можна вирішити, свідомо впливаючи на грошову сферу з метою забезпечення сталості процесів інвестування. Великий внесок у вирішення проблеми державного регулювання інвестиційних процесів і формування інвестиційного середовища за умов кризового розвитку зробив Джон Мейнард Кейнс (1883–1946). Провідною ідеєю теорії Кейнса була необхід-

ність державного регулювання капіталістичної економіки, зокрема свідомого створення макроекономічних умов для економічного зростання через формування економічних механізмів залучення інвестицій у національне господарство.

Засадне положення своєї теорії Кейнс виводить з основного психологічного закону, згідно з яким зі зростанням доходу зростає споживання, але темпи збільшення доходів випереджають темпи зростання споживання. Це стримує підвищення попиту проти пропозиції, а це і є основною причиною криз. Отже, процес інвестування, за Кейнсом, залежить не від реальних потреб виробництва, а від наявності засобів для забезпечення цих потреб. Центр дослідження у нього пересувається з проблеми граничної корисності (рідкісності та цінності) у бік проблеми ефективного пошуку. Кейнс визначає два різновиди попиту: споживчий (на предмети особистого споживання) та інвестиційний, або виробничий (на засоби виробництва), і виокремлює фактори, що впливають на розміри ефективного попиту.

Головним фактором стимулювання ефективного попиту Кейнс вважав інвестиції, оскільки зростання обсягів інвестицій спричинятиме зростання споживацького попиту, а зростання платоспроможного попиту – збільшення зайнятості й національного доходу. Кейнс вперше вказує на необхідність стимулювання інвестиційного процесу. На цьому принципі він будує свою економічну програму втручання держави в економіку через стимулювання ефективного попиту. Він пропонує впливати на інвестиційні процеси за допомогою грошово-кредитної та бюджетної політики.

Значну роль у макроекономічній моделі Кейнса відіграє механізм інвестиційного мультиплікатора.

Мультиплікатор – це відношення обсягів доходів до обсягів інвестицій. Інвестиційний мультиплікатор саме і є показником зростання попиту та відповідно й доходів зі збільшення інвестицій.

Правило Кейнса – будь-який новий приріст інвестицій автоматично забезпечує приріст сукупних доходів, що в них частка заощаджень зростає переважаючими темпами стосовно частки, котра споживається, а також забезпечується основа майбутніх інвестицій.

Загалом кейнсіанська інвестиційна теорія є протекціоністською, бо незважаючи на деякі відхилення, пропагує захист національної економіки від іноземних інвестицій.

Характерною рисою економічних теорій посткейнсіанського періоду є те, що в поясненні найважливіших економічних проблем вирішальну роль надано інвестиціям.

Кейнсіанські підходи найбільш чітко відобразилися в теоріях Е. Хансена, Р. Харрода, Дж. Хікса, О. Домара, П. Самуельсона та ін., головним змістом яких є проблема забезпечення економічної рівноваги через регулювання державою інвестиційної активності.

Головним змістом цих теорій є засадне положення про те, що економічний цикл зводиться до звичайних коливань кон'юнктури, а провідним фактором, від якого залежить стан кон'юнктури, а отже, і всього циклу, є динаміка інвестицій. Першопричина циклічності – зниження обсягів “реальних інвестицій”.

Рівняння Р. Харрода, що є найбільш узагальненою некейнсіанською формулою економічного зростання, показує, що темп економічного зростання є прямо пропорційним коефіцієнта заощаджень (інвестицій) та обернено пропорційним коефіцієнту капіталомісткості. Для забезпечення стабільності темпів зростання виробництва за повної зайнятості, на думку Р. Харрода, частка доходу, що інвестується, має дорівнювати частці, що заощаджується.

Елвін Хансен (1887–1976) будує власну інвестиційну модель економічної динаміки. Він доповнює теорію Кейнса “правилом акселератора” (прискорювача). Акселератор у нього – це відношення приросту інвестицій до приросту доходів (кожен долар прирощеного доходу у певних пропорціях збільшує інвестиції).

Макроекономічна рівновага Кейнса була інтерпретована в моделі Хікса-Хансена – “інвестиції – заощадження – переваги ліквідності – гроші”, де інвестиційний процес розглядається як залежний від згаданих факторів, що утворюють інвестиційний клімат.

Інституціональні теорії інвестицій

Інституціоналізм – своєрідний напрям в економічній теорії. Автор терміна “інституціоналізм” У. Гамільтон: “Інститути – це словесний символ для ліпшого описування звичаїв”. Загалом цей

термін вживається для позначення елементів певної системи. Джерелом інституціоналізму є німецька камеральна теорія та німецька національна політична економія, що відстоювали принципи національних пріоритетів як основну ланку соціально-економічного розвитку. В основу їх теорії покладалася теза про визначальну роль суспільних інтересів щодо приватних, а відтак і права держави свідомо формувати напрями розвитку.

Основи сучасного інституціоналізму було закладено американським економістом Торстеном Вебленом (1857–1929). Створення передумов для формування інституціонально-технологічного суспільства Веблен пов'язує з керівною роллю держави, яка має створити відповідне сприятливе економічне середовище, узявши на себе всі інвестиційні витрати на формування техноструктури (освіта, підтримка нових технологій тощо) і спрямовуючи розвиток бізнесу в необхідне русло.

Артур Шпітгоф (1873–1938), аналізуючи причини, які є основою інвестиційної активності, зазначав, що його попередники, зокрема російський економіст М. Туган-Барановський, правильно зводять їх до визначальних величин інвестиційного циклу, тобто взаємозв'язку доходів і споживання. На його думку, імпульсом до кумулятивного інвестування є формування галузей, де отримуються надвисокі прибутки і котрі мають значні переваги перед іншими та у світовому господарському просторі загалом. Інвестиційну активність, за А. Шпітгофом, не може спричинити лише тиск нагромадженої маси позичкових капіталів, вона є наслідком відкриття нових можливостей у самій країні чи за кордоном. Межею інвестування є процес інвестиційного насичення. Цей постулат А. Шпітгофа згодом було розвинено його послідовниками-інституціоналістами і втілено в теорії інвестиційних імпульсів, згідно з якою суспільство має свідомо та постійно інвестувати створення нових галузей економіки, завоювання зовнішніх ринків збуту віднайдення нових ринків сировини і дешевої робочої сили, які давали б змогу використовувати їх як національну перевагу, щоб сприяти кумулятивному інвестуванню.

Кон'юнктурно-статистичну течію інституціоналізму репрезентує Веслі Мітчелл (1874–1948). Спираючись на статистичні дослідження, Мітчелл доходить висновку, що інвестиційний бум має

кумулятивну природу. Його пожвавлення чи затухання пов'язане з дією екзогенних та ендогенних чинників. Рональд Коуз (1910) – представник інституціональної школи, також увів до економічного аналізу інституціональні поняття, що стали засадними в теорії трансакційних витрат та в економічній теорії прав власності. Інвестиційна теорія Р. Коуза базується на загальносоціальних засадах, на визнанні того, що інвестиційні витрати в суспільстві мають загальний характер, оскільки кількість інвестиційних благ, створених суспільством, є обмеженою, а тому використання таких має бути контрольованим і раціональним. Одна із найважливіших заслуг Р. Коуза полягає в тому, що він визначив і ввів у науковий обіг таку категорію, як трансакційні витрати (витрати на придбання та узагальнення інформації про ціни, попит на інвестиції та споживчі товари, пошук партнерів, укладання контрактів тощо). Це зумовило виникнення так званого контрактного підходу до організації економіки. Виникнення контрактної економіки, на думку Р. Коуза, повністю трансформує її суть, підносячи будь-які інвестиційні втрати до рівня соціальних інвестиційних витрат, що дає змогу державі формувати відповідне економічне й політичне середовище для спрямування інвестиційних процесів у необхідне русло.

Джеймс Б'юкенен (1919) заснував теорію суспільного вибору, яка базується на застосуванні економічних методів до вивчення політичних процесів. Досліджуючи процедуру прийняття рішень, він дійшов висновку, що рішення, зокрема в інвестиційній сфері, приймаються не лише під впливом попиту і пропозиції, а під впливом цілої низки чинників, а також у результаті зіткнення інтересів суспільства, можновладців, політичних угруповань, суб'єктів господарювання, міжнародного балансу сил тощо. Сукупність цих чинників він називає інвестиційним середовищем.

У 50-х роках минулого століття в США виникли і набули поширення теорії трансформації, теорії “народного капіталізму”, сформульовані такими економістами й соціологами, як А. Берклі, Г. Мінз, І. Надлер, С. Чейз, П. Дракер та іншими. Вони виходили з того, що основною формою підприємств, а отже, і форм власності, стає акціонерна. Збільшення кількості акціонерних підприємств,

розповсюдження акцій забезпечує можливість вільної міграції капіталу, його розпорощення як усередині країни, так і за кордоном. Усе це створює передумови для транснаціоналізації економік. За Г. Мінзом та П. Дракером, створення транснаціональних корпорацій є ефективним засобом регулювання інвестиційних потоків, формування інвестиційних імпульсів. П. Дракер робить висновок, що становлення “індустріальної цивілізації” пов’язане з утворенням великих підприємств і корпорацій з розгалуженою системою спеціалізації та інтеграції. Втручатись в інвестиційну діяльність таких форм чи корпорацій держава не спроможна, але створювати умови, що впливали б на характер їхньої діяльності, мусить.

Розвинули цю ідею пізніше в своїх працях американський соціолог і економіст В. Ростоу та французькі соціологи Ж. Еллюля і Р. Арон. Їхня теорія свідомого формування обмежувального чи сприятливого інвестиційного середовища дає можливість поєднати державне управління інвестиційними процесами з лібералізацією іноземної підприємницької діяльності. Результатом такого поєднання стане створення сприятливих умов для носіїв стратегічних інвестицій – транснаціональних корпорацій, які завдяки існуючим національним перевагам зацікавлені в інвестуванні імпульсних галузей національного виробництва.

В. Ростоу заснував інвестиційну доктрину “технологічного детермінізму”, згідно з якою цілеспрямоване інвестування державою техногенних процесів і створення сприятливого інвестиційного клімату з метою залучення внутрішніх та іноземних інвестицій у цю сферу уможливить вирішення всіх проблем соціально-економічного розвитку, оскільки буде сформовано суспільство з кумулятивними економічними структурами. З цією метою Ростоу пропонує запровадити індикативне планування інвестиційної діяльності на державному рівні.

Отже, проаналізувавши історичний аспект теорій інвестицій від періоду зародження та становлення капіталістичної економіки до зародження інституціоналізму, ми даємо можливість студентам поглибити знання з економічної теорії, сформулювати уявлення про взаємозв’язок політики макроекономічного регулювання і тенденцій розвитку інвестиційних процесів.

§ 2. Економічний зміст інвестицій

Важливою ланкою відтворювального процесу є заміна зношених основних засобів новими, яка здійснюється шляхом акумулювання щорічних амортизаційних відрахувань і використання їх на придбання нових або модернізацію діючих виробничих потужностей. Такий механізм властивий для простого відтворення, хоча вже тут можуть бути присутні елементи розширення виробництва. Справа в тім, що нові засоби праці є, як правило, більш удосконаленими відносно тих, які замінюються, і при такій же вартості за їх допомогою може бути виготовлена більша кількість продукції. Окрім того, амортизаційні відрахування можуть бути використані для розширення виробництва ще до заміни зношених засобів праці. Відтак, ці можливості відносно невеликі і відчутне розширення виробництва, може бути забезпечено тільки лише за рахунок нових вкладень ресурсів, які спрямовуються як на створення нових виробничих потужностей і робочих місць, так і на вдосконалення техніки та технології виробництва.

Інвестиційний процес починається з формування грошових коштів і закінчується створенням реальних активів у формі виробничих будівель та споруд, обладнання і технології, об'єктів побутової та соціальної інфраструктури.

Для повноти розкриття економічного змісту інвестицій вважаємо за доцільне розглянути зміст таких понять, як “заощадження” і “інвестиції”. Так, в економічній літературі немає єдиної точки зору стосовно змісту і взаємовідношення цих категорій. Представники різних напрямків економічної теорії вкладають не зовсім однаковий зміст у названі категорії.

Економічна література часів радянського періоду заощадження трактувала як “частину особистого доходу, яка залишалась невикористаною при затратах на поточні споживчі потреби і постійно нагромаджувалася” [5].

У деяких працях сучасних західних економістів заощадження пов'язуються з доходами так званих “сімейних господарств”. На їхню думку, “та частина доходу сімейного господарства, яка не йде

на купівлю товарів і послуг, а також на сплату податків, носить назву заощаджень” [3].

Водночас інші західні економісти не пов’язують заощадження лише з доходами сімейних господарств або з особистими доходами. Так, Дж. Кейнс, визначаючи заощадження як “перевищення доходу над споживанням”, зазначає: “Окрім заощаджень, які нагромаджуються окремими особами, значна частина доходів, які складають, ймовірно, від 1/3 до 2/3 всього нагромадженого в сучасних промислово-розвинутих країнах, таких як Великобританія або Сполучені Штати, зберігається центральними урядами і місцевими органами влади, комерційними корпораціями і іншими установами і організаціями” [10].

Аналогічні погляди на зміст категорії “заощадження” з недавніх пір не тільки набули поширення серед українських дослідників, а й зафіксовані в організаційних документах парламенту й уряду. Інакше кажучи, логічну позицію займають саме ці дослідники – вчені, які пов’язують заощадження не тільки з особистими доходами населення, а й з доходами підприємств і держави.

Якщо доходи від реалізації виробленого продукту перевищують затрати на його виробництво, то підприємство отримує прибуток. Частина цього прибутку вилучається власниками підприємства, перетворюється в їх особисті доходи і використовується ними на споживання або приймає форму заощаджень. Інша його частина залишається на підприємстві і використовується для різних цілей, включаючи розвиток і вдосконалення виробництва. Ця частина прибутку не попадає до рук власників підприємств і не може бути використана на їх особисте споживання як мінімум протягом поточного фінансового року. Вона знаходиться в розпорядженні підприємства як юридичної особи і виступає як надлишок доходу над виробничими затратами, тобто вважається заощадженнями. Специфіка цієї частини прибутку полягає в тому, що вона не покидає сферу цієї виробничої ланки, в якій створюється, і процес перетворення заощаджень в елементи виробництва відбувається інакше, ніж у випадку з особистими заощадженнями.

Сучасні дослідження підтверджують, що корпорації (не фінансові) історично є великими заощадниками, створюючи приблизно

60% національного інвестиційного фонду в розвинутих країнах. Особистий сектор забезпечує приблизно 20–30 % всіх заощаджень.

Заощадження суспільства можуть зростати також і за рахунок коштів держбюджету у випадку перевищення доходів над видатками. При дефіциті бюджету заощадження суспільства будуть зменшуватися. Важливо звернути увагу на таку обставину, що за рахунок коштів держбюджету зводяться об'єкти соціально-побутової і виробничої інфраструктури (школи, лікарні, установи культури тощо). Цю частину бюджетних коштів, на наш погляд, також варто відносити до заощаджень, оскільки вони не використовуються на поточне споживання. Отже, заощадження – це перевищення доходу над споживанням. Заощадження суспільства формуються із заощаджень особистих доходів населення, нерозподіленого прибутку підприємств і деякої частини коштів держбюджету.

Сукупність економічних, соціальних і політичних умов формують певні відносини суспільства до заощаджень і зумовлюють їх загальні розміри заощаджень, так і співвідношення їх складових. Рівень заощаджень для кожного окремого члена суспільства або суб'єкта господарювання може визначатися інколи суцільно специфічними причинами (висока продуктивність, вдала угода, отримання спадщини, виграші тощо), але в масштабах всього суспільства розміри заощаджень визначаються насамперед рівнем розвитку виробництва. Саме за умов росту і підвищення ефективності виробництва появляється можливість збільшити не тільки ту частину, яка йде на споживання але й на заощадження виробничого доходу. А за умов значного падіння виробництва скорочуються можливості нарощення заощаджень у переважної частини населення і підприємств.

Важливим чинником, що визначає рівень заощаджень суспільства, є гарантія безпеки заощаджень. Тому, якщо члени суспільства не впевнені в тому, що в майбутньому вони зможуть скористатись плодами своїх заощаджень, то вони будуть намагатися використати всі свої доходи на поточні витрати.

З огляду на зазначене, можемо констатувати, що заощадження і інвестиції є взаємозв'язаними категоріями. Заощадження являються потенційними інвестиціями, а інвестиції виступають як реалізова-

ні заощадження, які направлені на отримання економічного чи соціального ефекту. Чим сприятливіші економічні і соціальні умови, тим вища ступінь безпеки вкладень, тим більше заощаджень перетворюється в інвестиції.

Нестабільність економічного стану, високі темпи інфляції, незрозумілість фондового ринку сприяють тому, що населення з метою захисту своїх заощаджень починає все частіше вдаватись до купівлі іноземної валюти.

Чинником, який визначає рівень інвестицій у масштабах суспільства, є співвідношення між споживанням і заощадженням. Втім, від такого співвідношення залежить не тільки сьогоднішнє, а й завтрашнє споживання. Чим більше суспільство проїдає сьогодні, тим менше воно заощаджує, а, відповідно, тим менший рівень інвестицій. Чим менший рівень інвестицій сьогодні, тим менше можливостей для збільшення рівня споживання в майбутньому.

Наступним чинником, який впливає на перетворення заощаджень в інвестиції, є рівень прибутку на інвестиції. Цей чинник завжди діє в сукупності з чинником безпеки. Чим вищий очікуваний прибуток від вкладень, тим вищий ризик цих інвестицій. Менш ризиковані вкладення, як правило, приносять менший прибуток.

Ще одним чинником, який впливає на рівень і інтенсивність інвестицій, є ступінь організованості фінансового ринку. Населення практично позбавлене можливості безпосередньо здійснювати інвестування у виробництво. Його участь переважно здійснюється за допомогою фінансового ринку. І якщо фінансовий ринок добре організований, то навіть ці грошові кошти, які є вільними на незначний термін, також залучаються до інвестиційного процесу. Всі ці чинники характеризують здатність суспільного механізму перетворювати заощадження в інвестиції.

За умов сприятливого розвитку подій, стабільного розвитку економіки переважна частина заощаджень дійсно перетворюється в інвестиції. Водночас нестабільність економічного стану в країні, кризовий стан економіки, високі темпи інфляції приводять до того, що значна частина заощаджень не перетворюється в інвестиції, не залучається в інвестиційний процес, а використовується на товар-

ні запаси або витрачається на придбання іноземної валюти. Інша частина заощаджень направляєється в сфери, де очікується високий прибуток і швидше його отримання. Значна частина інвестицій набуває короткострокового, спекулятивного характеру. Частка довгострокових виробничих інвестицій скорочується, що призводить до падіння темпів зростання виробництва, скороченню зайнятості, а, відповідно, до зниження рівня як споживання, так і заощаджень.

У науковій літературі поняття “заощадження” та “інвестиції” стоять поруч: одне неодмінно передбачає інше. На думку Дж. Кейнса, заощадження і інвестиції “повинні бути рівними між собою, оскільки кожна з них дорівнює перевищенню доходу над споживанням” [10, с. 138]. Ззначаючи це, можемо стверджувати, що заощадження є лише необхідною ланкою інвестиційного процесу. Інвестиції передбачають заощадження, але не всі заощадження стануть інвестиціями. Наприклад, якщо грошові кошти не використовуються своїми власниками на споживання, то вони є заощадженнями. Однак, залишаючись у свого власника без руху, вони не стануть інвестиціями. Інвестиціями стануть ці заощадження, які прямо або опосередковано використовуються для розширення виробництва з метою отримання доходу в майбутньому.

У радянський період інвестиції розглядалися загалом під кутом зору капіталовкладень, і тому категорія “інвестиції” ототожнювалась з категорією “капіталовкладень”. Під капіталовкладеннями вважались “затрати на відтворення основних фондів, їх збільшення і вдосконалення” [15]. Щодо інвестицій, то вони трактувалися як “довгострокові вкладення капіталу у промисловість, сільське господарство, транспорт і інші галузі народного господарства” [6]. З наведених висловлювань відомо, що інвестиції не тільки ототожнювалися з капітальними вкладеннями, а й підкреслювався довгостроковий характер цих вкладень.

З початком проведення в нашій країні ринкових реформ точка зору на зміст категорії “інвестиції” стала змінюватися, що відбувалося одночасно і в діючому законодавстві.

“Інвестиції” – слово іноземного походження (від лат. *investire*, нім. *investition*), що в перекладі – довгострокове вкладання капіталу в які-

небудь підприємства, соціально-економічні програми, проекти в країну або за кордоном з метою отримання доходу і соціального ефекту.

Відповідно до Закону України “Про інвестиційну діяльність” від 18.09.1991 р. “інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що складаються в об’єкт підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект”.

Звернемо увагу в цьому визначенні інвестицій на три суттєвих моменти. По-перше, тут фактично проведено грань між інвестиціями і заощадженнями, хоча поняття “заощадження” і не вживається. З визначення виходить, що інвестиціями стають тільки ті заощадження (грошові кошти, машини, обладнання, інше майно, інтелектуальні цінності), які не лежать мертвим грузом, а вкладаються в різноманітні види діяльності з метою отримання прибутку і досягнення позитивного соціального ефекту.

По-друге, поняття інвестиції не пов’язане з довгостроковими вкладеннями. Інвестиціями можуть бути вкладення на будь-який термін, які підпадають під це визначення.

По-третє, в Законі не встановлюється форма вкладень. Це можуть бути грошові кошти, технології, обладнання, інше майно, інтелектуальні цінності, майнові права. Дійсно, суть справи не міняється від того, чи вніс, наприклад, акціонер при створенні підприємства повну суму коштів, яка пішла на придбання майна, або чи акціонер придбав за свої кошти майно і вніс його в статутний капітал акціонерного товариства.

Важливо також пам’ятати, що гроші, паї, акції, майно, інтелектуальні цінності стануть інвестиціями тоді, коли будуть вкладатися в об’єкти підприємницької та інших видів діяльності. Паї, акції й інші цінні папери представляють собою вже здійснені інвестиції. Потім, наведене визначення інвестицій чітко окреслює мету інвестицій – отримання прибутку (доходу) і досягнення позитивного соціального ефекту. Дійсно, у багатьох випадках ця ціль є головною. Однак інвестори можуть переслідувати реально й інші як економічні, так і позаекономічні цілі. Тому зводити цілі інвестування лише до отримання прибутку – неправомірно.

В сучасній економічній літературі, присвяченій фінансовим аспектам функціонування економіки, інвестиції є однією з найбільш вживаною категорією як на мікро-, так і на макрорівні. Втім, як правило, ці поняття трактуються достатньо вузько і з певними протиріччями.

Так, в одній з перших монографій з ринкової економіки Е. Дж. Долана і Д. Є. Ліндея інвестиції на макрорівні визначаються як “збільшення обсягу капіталу, що функціонує в економічній системі, тобто збільшення пропозиції продуктивних ресурсів, яке здійснюється людьми” [4]. В підручнику “Економікс” інвестиції характеризуються як “затрати на виробництво і нагромадження засобів виробництва, збільшення матеріальних запасів” [13]. Такими визначеннями інвестиції розглядаються як механізм (спосіб) збільшення продуктивних ресурсів суспільства. Фактично вони звужують поняття інвестування до виробничого (реального) інвестування. За таким фрактуванням вкладання капіталу в цінні папери, в банківські депозити вже не можна відносити до категорії “інвестиції”, тому що не відбувається збільшення продуктивних ресурсів суспільства. В підручнику “Інвестиції” інвестування в широкому сенсі визначається як процес розлучення “з грошми сьогодні, щоб отримати більшу їх суму в майбутньому” [9]. Виділяються два головних чинники, які характеризують цей процес, – час і ризик. Тут інвестиції розглядаються як процес вкладання грошових коштів з метою отримання їх більшої суми в майбутньому. Це також вузьке трактування цієї категорії, тому що інвестування капіталу в реальній дійсності відбувається не тільки в грошовій, а й у інших формах рухомого і нерухомого майна, нематеріальних активів.

Окрім того, визначення інвестицій через вкладення, які “приносять вигоду”, не зовсім коректно, оскільки існують інвестиційні проекти, які не приносять інвесторам безпосередньої вигоди. Пов’язувати очікувані вигоди з тривалим періодом часу стає також некоректним, тому що багато операцій, зокрема вкладання в цінні папери насамперед пов’язано з отриманням одноразового результату в короткостроковому періоді.

Такі підходи до визначення поняття “інвестиції”, як правило, не поділяються авторами, які розглядають інвестиції на мікрорів-

ні. В науковій економічній літературі можна зустріти чотири групи трактувань поняття “інвестиції” на мікрорівні:

- інвестиції, які визначаються через платежі;
- інвестиції, які визначаються через майно;
- комбінаторне поняття інвестицій;
- диспозиційне поняття інвестицій.

Інвестиції, які визначаються через платежі, розглядаються як потік оплат і виплат. Стверджувати, що інвестиції завжди представляють собою платежі, можна доволі умовно. Так, ноу-хау, які є формою інвестицій при проведенні досліджень і розробок, не завжди можна трансформувати у платежі. Втім, поняття інвестицій, які визначаються через платежі, служить добрим розмежуванням категорії “інвестиція” і “фінансування”. На відміну від інвестицій фінансування представляє собою потік платежів, починаючи з виплат, які трансформуються в затрати і в подальшому приводять до поступлень.

При характеристиці поняття “інвестиція”, яке визначається через майно, висхідним пунктом виступає баланс підприємства. Згідно з цим визначенням інвестиції розглядаються як процес перетворення капіталу (переважно грошового) в предмети майна в складі активів підприємства, в тому числі в цінні папери. За таким підходом до визначення інвестицій “випадають” вкладення ресурсів фізичних осіб (домашні господарства), в тому числі і в цінні папери.

Комбінаторне поняття інвестиції базується на уявленні інвестицій як додаткових вкладень до вже діючих засобів, тобто це вкладення, які спрямовані на розширення бізнесу або створення умов для підвищення ефективності його функціонування.

В основу диспозиційного поняття інвестицій покладено положення, відповідно до якого процес інвестування передбачає пов’язування фінансових ресурсів і тим самим зменшення свободи розпорядження ними підприємством.

Підсумовуючи викладене, можемо зробити такі висновки:

1. Поняття “інвестиції” на макро- і мікрорівнях наповнено різним змістом. Те, що для окремого інвестора на мікрорівні є інвес-

тицією, наприклад, придбання будь-якого будинку, цінних паперів на вторинному ринку, не підходить під поняття інвестиції на макrorівні, оскільки в цьому процесі не відбувається приросту засобів виробництва і матеріальних запасів, тому що не відбувається приріст капіталу загалом.

2. Поняття “інвестиція” пов’язане з діяльністю конкретної особи, яка називається інвестором. Саме інвестор вкладає кошти (або власні, або залучені) в цей чи інший проект.

3. Інвестиції – це багатоаспектні вкладання капіталу, які можуть реалізовуватися в різних формах і вони характеризуються різноманітними особливостями.

Узагальнюючи вищенаведені підходи до визначення поняття інвестиції, можна виділити такі ознаки інвестицій, які є найбільш суттєвими:

- потенційна здатність інвестицій приносити дохід;
- процес інвестування, як правило, пов’язаний з перетворенням частини нагромадженого капіталу в альтернативні види активів економічного суб’єкта (підприємства);
- в процесі здійснення інвестицій використовуються різноманітні інвестиційні ресурси, які характеризуються попитом, пропозицією і ціною;
- цілеспрямований характер вкладень капіталу в які-небудь матеріальні і нематеріальні об’єкти (інструменти);
- наявність терміну вкладання (цей термін завжди індивідуальний і визначити його завчасно неможливо);
- вкладання здійснюється особами, які називаються інвесторами, котрі мають свої індивідуальні цілі, не завжди пов’язані із отриманням безпосередньої економічної вигоди;
- наявність ризику вкладання капіталу, яке засвідчує, що досягнення цілей інвестування має ймовірний характер.

Отже, під інвестиціями важливо розуміти цілеспрямоване вкладання на певний термін капіталу у всіх його формах у різні об’єкти (інструменти) для досягнення індивідуальних цілей інвесторів.

*§ 3. **Форми та види інвестицій***

З'ясувавши економічний зміст інвестицій, природу походження такої важливої економічної дефініції, в цьому параграфі буде можливість отримати уявлення щодо певної класифікації форм і видів інвестицій.

Насамперед відзначимо, що ресурси, які призначені для інвестування у виробництво і в об'єкти невиробничої сфери, у своїй більшості виступають спочатку у формі грошових коштів. Перетворення останніх в інвестиції може відбуватися різними шляхами. Найпростіший шлях такого перетворення полягає в тому, що суб'єкт господарювання, володіючи певними власними ресурсами, використовує їх для розширення і вдосконалення виробництва або створення невиробничих об'єктів. Аналогічно перетворюються в інвестиції і заощадження фізичних осіб, які починають організувати підприємства за рахунок власних заощаджень. Це простий шлях. Відтак, процес перетворення заощаджень в інвестиції буває більш складним. Так, велика маса населення позбавлена можливості здійснювати безпосередньо інвестиції у виробництво через те, що потрібно володіти деякими навичками управління виробництвом, а також мати певний мінімальний розмір коштів. Не перетворюється безпосередньо в інвестиції з тієї чи іншої причини і частина прибутку. Зрештою, з одного боку, населення і деякі суб'єкти підприємницької діяльності володіють вільними грошовими коштами, а з іншого – більшість підприємств потребують додаткових ресурсів для реалізації своїх інвестиційних програм. Передача цих ресурсів здійснюється по каналах фінансового ринку, де власники грошових коштів виступають як постачальники інвестиційного капіталу, а особи, що залучають чужі кошти, – як їх споживачів.

Залежно від того, яким чином здійснюється передача грошових коштів від постачальників до споживачів на фінансовому ринку можна виділити два основних канали. Один канал – це ринок банківських кредитів. Банки акумулюють тимчасово вільні грошові ресурси юридичних і фізичних осіб, сплачуючи за залучені кошти певний процент, а пізніше надають під більш високий процент кредити позичальникам (тим, хто здійснює реальні інвестиції). В цьому

випадку банк опосередковує рух грошей від їх власників до позичальників. Такий спосіб передачі грошових коштів у багатьох випадках відповідає інтересам власників грошей, оскільки, незважаючи на те, що останній отримує від банку низький процент, але тим самим він перекладає ризик неповернення коштів на банк. Окрім надійності банківські вклади є досить високоліквідними, тому що вкладник може легко забрати свої кошти назад. Сплачуючи вкладникам більш низький процент порівняно з тим, який банк бере з своїх позичальників, тому цілком справедливим є намагання постачальників капіталу вступати у відносини безпосередньо з цими позичальниками. Стосовно споживачів капіталу (позичальників), то їм також інколи вигідно вступати у відносини безпосередньо з постачальниками капіталу. Річ в тім, що отримання банківського кредиту пов'язано з певними труднощами, зокрема: банки не в змозі надати кредит на термін, в якому є потреба у позичальників, відсутність необхідної суми кредиту для реалізації великих проектів – тощо.

Тому доречним є інший канал залучення вільних грошових коштів – випуск цінних паперів. За певних обставин цей спосіб більшою мірою відповідає інтересам постачальників і споживачів інвестиційних ресурсів. Постачальники ресурсів (власники заощаджень) скоріш за все можуть вкладати свої ресурси на більш вигідних умовах, ніж банківські вклади, і на більш тривалі терміни. З позицій споживачів інвестиційних ресурсів випуск цінних паперів має також певні переваги перед банківськими кредитами. В цих споживачів інвестиційних ресурсів виникає можливість залучати грошові кошти багатьох постачальників капіталу, залучаються вони на триваліші строки, подекуди на необмежений час.

Отже, ринок банківських кредитів і ринок цінних паперів у сучасних умовах стали необхідним ланками інвестиційного процесу, основними каналами, по яких заощадження перетворюються в інвестиції і використовуються для розвитку виробництва.

Залежно від об'єктів вкладання капіталу розрізняють реальні і фінансові інвестиції (рис. 1.2).

Під фінансовими інвестиціями слід розуміти вкладання капіталу в різноманітні фінансові інструменти, перш за все, в цінні папери.

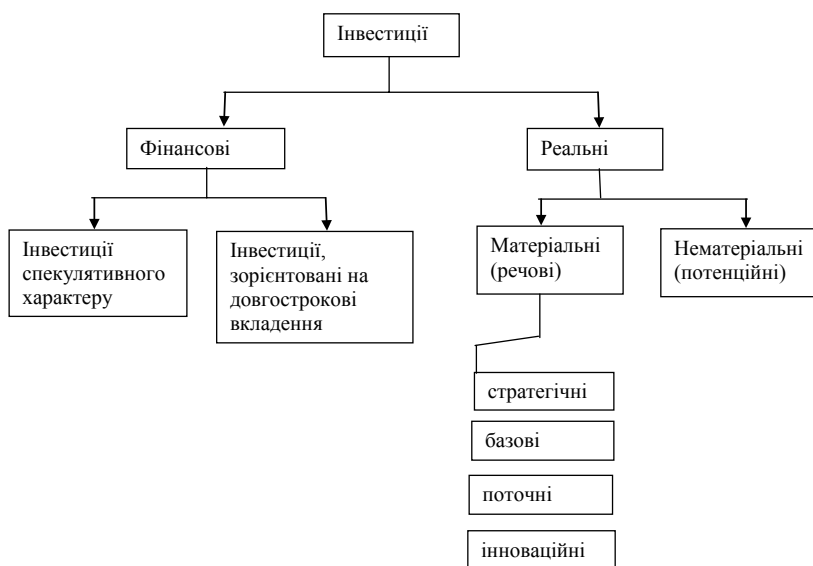


Рис. 1.2. Класифікація основних форм інвестицій

Фінансові інвестиції мають або спекулятивний характер або зорієнтовані на довгострокові вкладення. Формами фінансових інвестицій будуть вкладання в ділові і в боргові цінні папери, а також депозитні банківські вклади. Так, спекулятивні фінансові інвестиції зорієнтовані на отримання інвестором бажаного інвестиційного доходу в конкретному періоді. Фінансові інвестиції, зорієнтовані на довгострокові вкладення, як правило, переслідують стратегічну мету, яка пов'язана з участю в управлінні об'єкта, в який вкладається капітал.

Під реальними інвестиціями розуміють вкладання ресурсів (капіталу) у створення реальних активів (як матеріальних так і нематеріальних), які пов'язані із здійсненням операційної діяльності економічних суб'єктів, вирішення їх соціально-економічних проблем. Реальні інвестиції, поділяються на матеріальні (речові) і нематеріальні (потенційні). Потенційні інвестиції використовуються для отримання нематеріальних благ і спрямовуються на підвищення кваліфікації персоналу, проведення науково-дослідних і конструкторських робіт, отримання товарного знаку тощо.

Матеріальні інвестиції передбачають вкладення, перш за все, в засоби виробництва. Вони поділяються на: стратегічні інвестиції, базові інвестиції, поточні інвестиції, інноваційні інвестиції. Призначення цих інвестицій і їх роль у нарощенні виробничого потенціалу дуже різноманітна.

Стратегічні інвестиції – це інвестиції, які спрямовуються на створення нових виробництв або придбання цілих майнових комплексів в іншій сфері діяльності, в інших регіонах і т.п.

Базові інвестиції – це інвестиції, які направляються на розширення діючих підприємств, створення нових підприємств і виробництв в тій самій, що і раніше, сфері діяльності, в цьому самому регіоні і т. п.

Поточні інвестиції покликані підтримувати відтворювальний процес і пов'язані з вкладанням коштів із заміни основних засобів, проведенню різних видів капремонту із поповненням запасів матеріальних і оборотних активів.

Інноваційні інвестиції можна поділити на дві групи: інвестиції в модернізацію підприємства, в тому числі в технічне переобладнання відповідно до запитів ринку, та інвестиції із забезпечення безпеки у широкому змісті слова.

Окрім базового розподілу інвестицій на фінансові і реальні, розглянемо інші варіанти виділення підсистем у структурі інвестицій (табл. 1.1).

Відповідно до форм ведення бізнесу і способів отримання підприємницького доходу, інвестиції можуть класифікуватися таким чином:

- прямі інвестиції – інвестиції з метою тривалої присутності в об'єкті, що інвестується, і отримання підприємницького проценту від його функціонування;
- портфельні інвестиції – інвестиції у фінансові інструменти з метою отримання спекулятивного прибутку в результаті змін біржових котирувань;
- інші інвестиції – кредит з метою отримання позичкового проценту.

Прямі інвестиції – це вкладення в основний капітал. Об'єктом прямих інвестицій може бути рухоме і нерухоме майно.

Таблиця 1.1

Класифікація інвестицій

Класифікаційна ознака	Форми інвестицій
Форми ведення бізнесу і способи отримання підприємницького доходу	Прямі інвестиції Портфельні інвестиції Інші інвестиції
Об'єкт інвестування	Інвестиції в матеріальні активи Інвестиції в нематеріальні активи Інвестиції у фінансові активи Інвестиції в людський капітал
Суб'єкт власності на капітал, що інвестується	Державні інвестиції Приватні інвестиції Змішані інвестиції
Тривалість періоду інвестування капіталу	Короткострокові інвестиції Середньострокові інвестиції Довгострокові інвестиції
Ступінь інвестиційного ризику	Інвестиції з високим ступенем ризику Інвестиції з середнім ступенем ризику Інвестиції з низьким ступенем ризику
Життєвий цикл підприємства	Початкові інвестиції Екстенсивні інвестиції Реінвестиції Зворотні інвестиції
Характер участі в інвестиційному процесі	Безпосередні інвестиції Опосередковані інвестиції
Відображення в бухгалтерському балансі	Валові інвестиції Чисті інвестиції
Ступінь взаємозв'язків	Ізольовані інвестиції Інвестиції, залежні від зовнішніх чинників Інвестиції, які впливають на зовнішні чинники

Портфельні інвестиції – це вкладання грошових коштів у різні фінансові активи, які пов'язані з використанням первісних фінансових інструментів і деривативів. Іншими інвестиціями вважаються вкладення з метою отримання позичкового процента.

Відповідно до об'єкта інвестування інвестиції можна класифікувати таким чином:

- інвестиції в матеріальні активи (будинки і споруди, машини і обладнання, транспортні засоби);

- інвестиції в нематеріальні активи – майнові права, пов’язані з авторським правом, досвідом й іншими видами інтелектуальних цінностей; сукупність технічних, технологічних, комерційних і інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навиків і виробничого досвіду, необхідного для організації того чи іншого виду незапатентованого виробництва; права користування землею, водою, ресурсами, домами, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права й інші цінності;
- інвестиції у фінансові інструменти (цінні папери);
- інвестиції в людський капітал – вкладення в процес підвищення кваліфікації, навчання персоналу, наукові розробки, тренінги тощо.

З точки зору суб’єкта власності, який інвестує капітал, можна розрізнити приватні, державні, змішані інвестиції.

Суб’єктом приватного інвестування виступає підприємець, домогосподарство, підприємства, транснаціональна корпорація або банк.

Державне інвестування представлено капіталовкладеннями державних коштів державних органів, підприємств і організацій, які належать державі.

Змішані інвестиції слід розглядати як результат взаємодії приватних і державних інвесторів.

За тривалістю інвестування капіталу розрізняють:

- короткострокові інвестиції (до одного року);
- середньострокові інвестиції (від одного року до трьох);
- довгострокові інвестиції (більше трьох років).

За ступенем інвестиційного ризику інвестиції класифікуються як інвестиції з низьким, середнім і високим ступенем ризику.

Стосовно життєвого циклу підприємства інвестиції поділяються на:

- початкові інвестиції – на створення підприємства, організації;
- екстенсивні інвестиції – на розширення діючого підприємства, організації;
- реінвестиції – інвестиції, пов’язані з відтворенням основних фондів підприємств за рахунок вивільнених грошових коштів, які складаються з амортизаційних відрахувань

і частини прибутку, що направляється на розвиток виробництва;

- зворотні інвестиції – інвестиції, пов'язані з вилученням раніше внесених капіталовкладень і відходом інвестора з діяльності об'єкта, який інвестувався.

За характером участі інвестора в інвестиційному процесі інвестиції поділяються на:

- безпосередні інвестиції, які передбачають безпосередню участь інвестора при виборі об'єкта інвестування;
- опосередковані інвестиції здійснюються через різного роду фінансових посередників (інвестиційні фонди), які акумулюють і розміщують на свій розсуд найбільш ефективним чином фінансові ресурси.

Стосовно відображення в бухгалтерському балансі розрізняють:

- валові інвестиції, які характеризують загальний обсяг витрат підприємства на придбання капітальних товарів протягом певного терміну (за рік);
- чисті інвестиції, які характеризують щорічне збільшення основного капіталу, закупки обладнання для збільшення маси основних фондів. Якщо із загального обсягу інвестицій, або величини валових інвестицій вирахувати амортизаційні відрахування, то отримані чисті інвестиції будуть представляти собою вкладення у заново створені виробничі фонди і оновлений виробничий апарат.

Важливою класифікаційною ознакою інвестицій є їх взаємозалежність. За ступенем взаємозв'язку інвестиції поділяються на 3 групи:

1. Ізольовані інвестиції – це такі вкладення, які не викликають потреби в інших інвестиціях.

2. Інвестиції, залежні від зовнішніх чинників (наприклад, вкладення капіталу, які залежать від наявності виробленої, соціальної інфраструктури, рівня інфляції тощо).

3. Інвестиції, які впливають на зовнішні чинники (наприклад, вкладення в засоби масової інформації).

§ 4. Механізм функціонування та структура інвестиційного ринку

Інвестиційний ринок – складне економічне явище, що характеризується такими основними елементами, як інвестиційний попит і пропозиція, конкуренція і ціна.

На пострадянському просторі в науковій економічній літературі можна зустріти різні підходи до трактування інвестиційного ринку. Найчастіше зустрічається тлумачення інвестиційного ринку як ринок інвестиційних товарів. З огляду на це одні автори, які ототожнюють поняття “інвестиції” з “капітальними вкладеннями, під інвестиційними товарами розуміють тільки певні різновиди об’єктів вкладень (основний капітал, будівельні матеріали і будівельно-монтажні роботи), інші трактують інвестиційний ринок більш ширше – як ринок об’єктів інвестування у всіх його формах.

Втім зарубіжні економісти під інвестиційним ринком розуміють лише фондовий ринок через те, що домінуючою формою інвестицій в розвинутому ринковому середовищі виступають вкладення в цінні папери.

Інвестиційний ринок, загалом, можна розглядати як форму взаємовідносин суб’єктів інвестиційної діяльності, які реалізуються через інвестиційний попит і інвестиційну пропозицію. Він характеризується певним співвідношенням між попитом і пропозицією, рівнем цін, конкуренцією і обсягами реалізації.

За допомогою інвестиційного ринку в ринковій економіці здійснюється кругообіг інвестицій (рис. 1.3), а також перетворення інвестиційних ресурсів (інвестиційний попит) у вкладення, що визначатиме майбутній приріст капітальної вартості (реалізацію інвестиційного попиту і пропозиції).

Важливим елементом інвестиційного ринку виступає кон’юнктура ринку як сукупність чинників, які визначають певне співвідношення між попитом і пропозицією, рівнем цін, конкуренцією і обсягами реалізації на інвестиційному ринку.

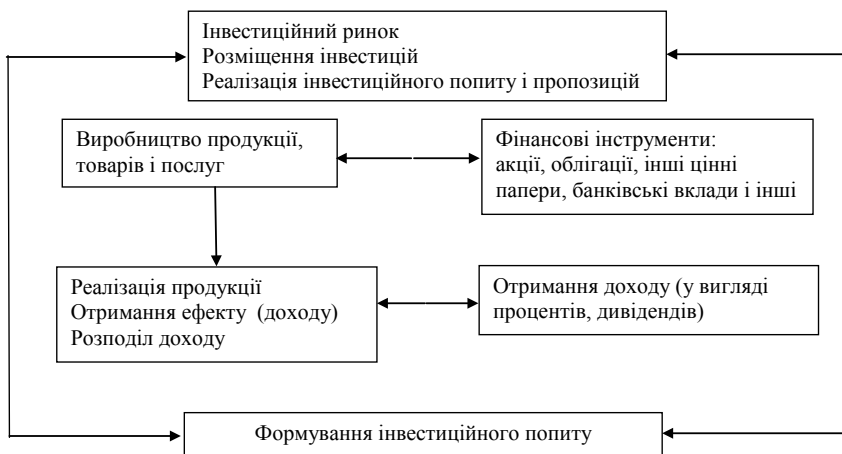


Рис. 1.3. Кругообіг інвестицій в ринковій економіці [7]

Інвестиційний ринок характеризується своїм циклічним розвитком. Так, кон'юнктурний цикл інвестиційного ринку включає в себе чотири стадії:

- 1) піднесення кон'юнктури;
- 2) кон'юнктурний бум;
- 3) послаблення кон'юнктури;
- 4) спад кон'юнктури.

Піднесення кон'юнктури інвестиційного ринку відбувається завдяки загальному підвищенню ділової активності в економіці. Це проявляється у збільшенні попиту на об'єкти інвестування, зростанні цін на них, поживленні інвестиційного ринку.

Кон'юнктурний бум проявляється у зростанні обсягів реалізації на інвестиційному ринку, у збільшенні пропозиції і попиту на об'єкти інвестування завдяки підвищенню цін на об'єкти інвестування, зростанню доходів інвесторів і інвестиційних посередників.

Послаблення кон'юнктури відбувається при зниженні інвестиційної активності в результаті загальнооекономічного спаду. Для цієї стадії характерним є те, що повністю задоволений попит на об'єкти інвестування за умов надлишку їх пропозиції, має місце зниження цін на об'єкти інвестування та зменшення доходів інвесторів.

Спад кон'юнктури на інвестиційному ринку характеризується критично низьким рівнем інвестиційної активності, різним зниженням попиту і пропозицій на об'єкти інвестування при перевищенні пропозицій. На цій стадії ціни на інвестиційні об'єкти суттєво знижуються, доходи інвесторів і інвестиційних посередників падають до дуже низьких значень, а саме: інвестиційна діяльність стає збитковою.

Розрізняють на інвестиційному ринку потенційний і реальний інвестиційний попит.

Потенційний інвестиційний попит відображає величину акумульованого економічними суб'єктами доходу, який може бути спрямований на інвестування і складає потенційний інвестиційний капітал.

Реальний інвестиційний попит відображає дійсну потребу суб'єктів господарювання в інвестуванні і представляє собою інвестиційні ресурси, які безпосередньо передбачені для інвестиційних цілей – заплановані або умисні інвестиції.

Тут відмітимо і те, що інфляція досить суттєво впливає на інвестиційний попит. Загалом інфляція викликає знецінення доходів, які передбачається отримати від інвестицій. Окрім того, вона негативно впливає на обсяг інвестицій за такими напрямками: через стримування рушійних сил економічного зростання в довгостроковій перспективі, обмеження процесів нагромадження і розширення виробництва, знецінення виробничих фондів у всіх функціональних формах, інфляційне оподаткування прибутку, перелив грошових коштів із сфери виробництва в сферу обігу, зменшення реальних доходів і заощаджень тощо. Зростання темпів інфляції, а також інфляційних очікувань стримують активізацію інвестиційної діяльності.

Доречно відзначити, що формування інвестиційного попиту пов'язано з функціонуванням фінансового ринку. Акумуляуючи заощадження окремих інвесторів, фінансово-кредитна система утворює основний канал інвестиційного попиту. Кон'юнктура фондового і кредитного ринків визначає умови інвестиційних вкладень, впливає на обсяг і структуру інвестицій. Суттєвий вплив на динаміку інвестицій наносить процентна і податкова політика держави. Регулювання процентних і податкових ставок – важливий важіль державного втручання на інвестиційний попит.

Між процентною ставкою і капіталовкладеннями існує тісний зв'язок. Це важливо, оскільки через залежність процентних ставок держава впливає на інвестиції. На рис. 1.4 проілюстровано співвідношення між процентними ставками та інвестиціями, такий графік називають “кривою попиту на інвестиції”.

Графік показує, що із зменшенням процентних ставок витрати бізнесу на інвестиції зростають. Інакше кажучи, чим менша процентна ставка на інвестиції (ціна позичкового грошового капіталу), тим більше бажаючих вкладати гроші, а відповідно витрати на інвестиції зростають (інвестиції стають привабливими).

Також інвестиційна діяльність залежить від рівня оподаткування. Зростання податків викличе скорочення доходів підприємств, у результаті чого крива інвестицій буде мати тенденцію до зсування вліво, а у випадку зниження податків – вправо (рис. 1.5).

Інвестиційна пропозиція вбирає сукупність об'єктів інвестування у всіх його формах: заново створені і реконструйовані основні фонди, оборотні кошти, цінні папери, науково-технічна продукція, майнові та інтелектуальні права тощо.

Втілюючи інвестиційний попит і пропозицію, інвестиційний капітал і об'єкти інвестиційної діяльності, що виступають у формі

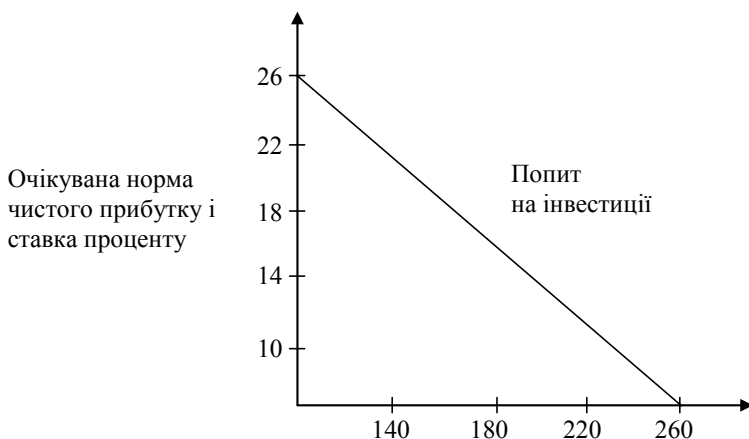


Рис. 1.4. Крива попиту на інвестиції

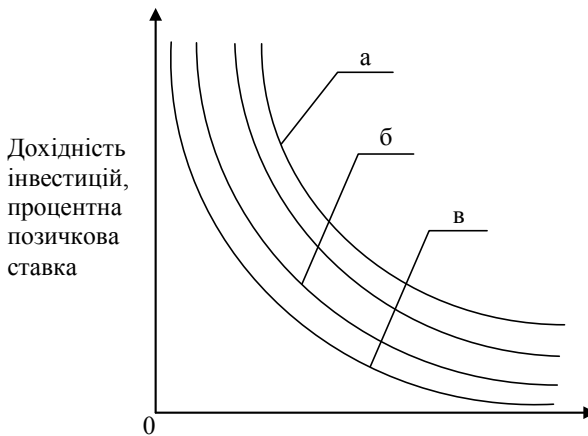


Рис. 1.5. Витрати на інвестиції

На рис. 1.5 стрілки показують вплив на криву інвестиційного попиту таких подій:

- а – зростання рівня валового продукту;
- б – підвищення податків на дохід від капіталу;
- в – швидке розповсюдження песимізму серед бізнесменів через загрозу націоналізації або війни.

інвестиційних товарів, знаходяться на різних, протилежних полюсах інвестиційного ринку. Залежно від висхідної позиції аналізу інвестиційний ринок можна розглядати в двох аспектах: як ринок інвестиційного капіталу, що розміщується інвесторами, і як ринок інвестиційних товарів, які уособлюють об'єкти вкладень інвесторів (рис. 1. 6).

Формування інвестиційної пропозиції наділене відмінними особливостями. Як пропозиція товарів вона зумовлена такими чинниками, як ціна і нецінові складники: затрати, вдосконалення технології, податкова політика, очікування, рівень конкуренції і ін. Інвестиційна пропозиція виступає як специфічна товарна пропозиція, оскільки інвестиційні товари наділені здатністю приносити дохід. Це визначає якісну особливість такого чинника, як ціна на інвестиційні товари, яка формується залежно від норми дохідності.

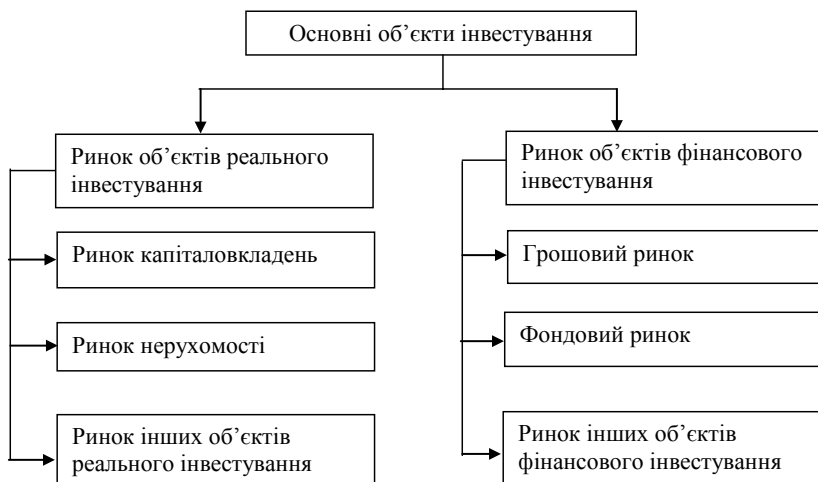


Рис. 1.6. Структура інвестиційного ринку

Інвестиційна пропозиція є основним чинником, який визначає масштаби функціонування інвестиційного ринку, оскільки вона викликає зміну попиту на інвестиційні товари.

На ринку інвестиційного капіталу здійснюється рух інвестицій, який забезпечується пропозиціями інвестиційного капіталу з боку інвесторів, що виступають в ролі продавців, а також попитом на інвестиції з боку суб'єктів інвестиційної діяльності, що виступають в ролі покупців. Ринок інвестиційних товарів передбачає процес обміну об'єктів інвестиційної діяльності. На цьому ринку інвестиційний попит забезпечують інвестори, які виступають як покупці інвестиційних товарів, а інвестиційну пропозицію – продуценти інвестиційних товарів або інші учасники інвестиційної діяльності, які виступають продавцями об'єктів вкладень для інвесторів.

Інвестиційні товари, на відміну від споживчих товарів, використовуються в різних сферах економічної діяльності з метою отримання доходу (ефекту) в майбутньому. Вони можуть існувати в різноманітних формах: у матеріальній (елементи фізичного капіталу), у грошовій (гроші, цінні грошові вклади, паї, цінні папери), а також у матеріально-грошовій (основний і оборотний капітал, науково-технічна

продукція тощо). Певні види інвестиції і інвестиційних товарів через свою взаємозалежність у виробничій формі не можуть безпосередньо обертатися на інвестиційному ринку, тому вони зазвичай заміщуються на ринку борговими зобов'язаннями або свідоцтвами про вкладення капіталу. Отже, фінансові інструменти, які виникають на основі реального капіталу і які його представляють, набувають самостійного значення, власних форм і закономірностей функціонування.

Функціонування інвестиційного ринку відбувається під впливом багатьох чинників. Основним чинником, що визначає загальний стан і масштаби інвестиційного ринку, є формування сукупного інвестиційного попиту і пропозиції. Важливо досягнути в межах інвестиційного ринку збалансованого попиту і пропозиції. Це можливим є шляхом встановлення рівно зважених цін. Такий механізм передбачає зміну цін на інвестиційні товари і капітал шляхом збалансування попиту і пропозиції до тих пір, поки не встановиться динамічна рівновага на інвестиційному ринку, тобто встановиться динамічна рівновага між цінами на інвестиційний капітал, інвестиційні товари і синхронізація рішень про їх купівлю і продаж.

Таким чином, буде відбуватися переливання інвестиційного капіталу в більш дохідні сфери інвестиційної діяльності. І цей процес завершиться встановленням динамічної рівноваги на інвестиційному ринку.

Загальновідомо, що структура інвестиційного ринку є далекою від ідеальної моделі. Так, відсутність чистої конкуренції обмежує динамізм інвестиційного попиту і пропозиції, зменшує можливість їх балансування, а відповідно, і встановлення збалансованої ціни. Потенційні учасники інвестиційної діяльності не мають рівного доступу до інвестиційного ринку, різні у них можливості отримати інвестиційні товари за ринковою ціною. Великі олігополістичні інвестори знаходяться у більш вигідному становищі, ніж конкуренти, оскільки контролюють пропозицію і маніпулюють цінами, вони можуть перекладати свої затрати на споживачів. Завдяки своєму високому рейтингу, вони можуть використати ресурси фінансового ринку на більш вигідних умовах, ніж інші фірми.

Звідси, в реальній економічній практиці інвестиційний ринок не виконує ідеально функцію оптимального розподілу інвестицій.

Відтак, це не виключає необхідності абстрактного моделювання економічних процесів, оскільки на цій основі можна виявити суттєві зв'язки, закономірності, та встановити умови рівноваги елементів.

Інвестиції наділені ще однією особливістю – нерегулярністю. Якщо взяти за основу стан тої чи іншої галузі економіки сьогодні, то можуть і не передбачатись найближчим часом інвестицій, хоча корегування можуть відбутися негайно. Так, технічні і технологічні зрушення в якій-небудь галузі можуть викликати швидкі й інтенсивні інвестиції в інших, суміжних галузях економіки. Інвестиції будуть приносити додаткову виручку, якщо з їх допомогою буде реалізовано продукції на більшу суму. Інвестиції, таким чином, залежать від виручки, яка визначається певним станом загальноекономічної активності. Теорія динаміки інвестицій базується на принципі “мультиплікатора”, який запропонував Дж. М. Кейнс.

Мультиплікатор (MP) – це коефіцієнт, який показує зв'язок між змінами інвестицій і змінами величини доходу. Суть механізму мультиплікатора полягає в наступному. Так, інвестиції в будь-якій галузі викликають розширення виробництва і зайнятість у цій галузі. Результатом їхньої дії є те, що попит додатково розширюється на предмети споживання, а це викликає розширення їх виробництва. Останні зумовлюють додатковий попит на засоби виробництва і т.д. Окрім первинного ефекту виникає вторинний, третинний і т.д.

$$MP = \frac{\text{Приріст ВВП}}{\text{Приріст інвестицій}} = \frac{\Delta \text{ВВП}}{\Delta \text{Інвестицій}}$$

$$\Delta \text{ВВП} = MP \times \Delta \text{Інвестицій}$$

Щоб визначити вплив приросту доходу на приріст інвестицій, застосовується акселератор (лат. *accelegero* – прискорювач). Акселератор – це коефіцієнт, який вказує на кількісне відношення приросту інвестицій даного року до приросту національного доходу минулого року.

$$\text{Акселератор} = \frac{\Delta \text{Інвестицій поточного року}}{\Delta \text{НД минулого року}}$$

Отже, для стабільного і збалансованого функціонування економіки слід забезпечити певне значення коефіцієнта мультиплікації, створювати умови для безперебійного здійснення інвестиційного процесу.

§ 5. Інвестиційний процес: етапи та фази інвестиційного процесу

Інвестиційний процес – це послідовність етапів, дій, процедур і операцій щодо здійснення інвестиційної діяльності.

Конкретне проходження інвестиційного процесу визначається об'єктом інвестування і видами інвестування (реальні або фінансові інвестиції). Оскільки інвестиційний процес і саме інвестування зв'язані з довгостроковими вкладеннями ресурсів з метою створення і отримання вигоди в майбутньому, то основним аспектом у сутності цих вкладень є перетворення власних і залучених коштів інвестора в активи, які при їх використанні створюють нову вартість.

Серед етапів інвестиційного процесу можна виділити три основних:

- 1) прийняття рішення про інвестування;
- 2) здійснення інвестицій;
- 3) експлуатація створених об'єктів інвестиційної діяльності.

На першому підготовчому етапі – етапі прийняття рішення щодо інвестування – в межах його першої фази формуються цілі інвестування.

На другій фазі визначають напрямки інвестування, а на третій – відбувається вибір конкретних об'єктів для інвестування, підготовка і укладання інвестиційного договору, в якому визначають права й обов'язки учасників договору стосовно величини коштів, що вкладаються, термінів і порядку інвестицій, взаємодія сторін при здійсненні інвестиційного процесу, порядок використання об'єктів інвестування, формування відносин власності щодо створених об'єктів, розподіл майбутніх доходів від експлуатації об'єкту і т.д. Підписанням інвестиційного договору засвідчується надання статусу інвестицій матеріальним і нематеріальним благам, які вкладені в ті чи інші об'єкти.

Другий етап інвестиційного процесу – здійснення інвестицій, практичні дії з реалізації інвестицій, які набувають юридичної форми шляхом укладання різних договорів. Ними можуть бути договори, пов'язані з передачею майна; договори, спрямовані на виконання робіт або надання послуг, ліцензійні або інші цивільно-правові договори. Другий етап завершується створенням об'єкта інвестиційної діяльності.

Третій (експлуатаційний) етап – етап, пов’язаний з експлуатацією створеного об’єкта інвестиційної діяльності. В рамках цього етапу організується виробництво товарів, виконання робіт, надання послуг, створюється система маркетингу і збуту нового товару. Протягом експлуатаційного етапу відбувається компенсація інвестиційних витрат, генеруються доходи від реалізації інвестицій. Саме цей етап збігається з терміном окупності інвестицій.

Вироблення напрямів інвестиційної діяльності пов’язано з визначенням як співвідношення різних форм інвестування на конкретних етапах, так і спрямуванням інвестиційної діяльності за галузевим компонентом.

Пріоритети тих чи інших форм інвестування визначаються як внутрішніми, так і зовнішніми чинниками. Важливим внутрішнім чинником є функціональна спрямованість, тобто основна діяльність компанії-інвестора. До внутрішніх чинників належать також стратегічна спрямованість операційної діяльності, величина підприємства, етап його життєвого циклу. Для великих підприємств і організацій реального сектору економіки, а також і для тих, хто знаходиться на стадії “зрілості” характерним є зростання фінансових інвестицій. Для інших підприємств більш ранніх стадій розвитку переважає така форма інвестицій, як вкладення в матеріальні і нематеріальні активи.

Серед зовнішніх чинників, як впливають на вибір форми інвестування, найбільш знаковими є такі два чинники: інфляція і процентні ставки на фінансовому ринку.

Цілями інвестування можуть бути:

- намагання компанії збільшити прибуток;
- розширення масштабів діяльності компанії;
- намагання до престижу, громадського впливу, влади;
- вирішення соціальних задач, наприклад, збереження і збільшення робочих місць, зниження рівня безробіття, підвищення культурного і освітнього рівня людей;
- вирішення екологічних проблем.

Бувають випадки, коли цілі інвестування сформульовані неконкретно, нечітко, в загальних рисах. Відсутня координація цілей,

плани з їх досягнення не скоординовані, можлива реалізація не обґрунтована. За такими причинами важливо на основі формальних цілей формувати реальні конкретні цілі з певними цільовими показниками. Наприклад, формальна ціль – розширення виробництва – має бути конкретизована у вигляді показників, за якими можливо визначити ступінь досягнення цілі. Цими показниками можуть бути показники середньої величини прибутку за певний період, або обсяг виготовленої продукції в натуральному або грошовому виразі, або інші показники, які характеризують розширення виробництва як результат інвестування.

Чітко та коректно сформульовані і сформовані цілі інвестування спрощують вирішення завдань, пов'язаних з вибором напрямків інвестування, підвищують ефективність їх досягнення.

Завершальною фазою першого етапу інвестиційного процесу є вибір конкретних об'єктів інвестування, який здійснюється в процесі планування інвестицій.

Під плануванням інвестицій варто розуміти процес формування такого портфеля (інвестиційної програми), який можна розглядати як один із альтернативних і найбільш привабливих варіантів досягнення цілей інвестування. Планування інвестицій переважно здійснюється на основі використання математичних моделей, які не можуть повною мірою відображати всі чинники інвестиційної діяльності. Тому результати моделювання не гарантують однозначного прийняття абсолютно правильних рішень, які забезпечать досягнення поставлених цілей.

Під інвестиційною моделлю розуміють таку математичну модель, за допомогою якої може бути проведена оцінка ефективності і результативності інвестицій стосовно як поставленої цілі інвестування так і до способів її досягнення.

Важливо знати, що реальні інвестиції поряд з досягненнями поставленої цілі приводять до кількісних змін не тільки в матеріально-технічній, але й у фінансовій сфері. Що стосується фінансових інвестицій, то вони більш опосередковані і переважно зачіпають тільки фінансову сферу діяльності підприємства.

Інвестиційне планування може бути як ізольованим, або опосередкованим, а також і взаємопов'язаним. У першому випадку в процесі прийняття рішення розглядаються тільки альтернативні варіанти інвестиційної діяльності. Взаємопов'язане інвестиційне планування поряд з обліком інвестиційних альтернатив враховує також альтернативи рішень в області фінансування і організації виробництва. Відповідно предметом ізольованого планування виступає розроблення програми інвестування. У другому випадку предметом планування є вся сфера підприємництва.

Будь-яке планування передбачає певний період, протягом якого будуть здійснюватися і реалізовуватися інвестиції. Цей період часу завжди обмежений. Зазначимо, що питання термінів планування інвестицій завжди були і є предметом певних дискусій.

Основним дискусійним питанням є можливість корегування прийнятих рішень під впливом подій, що мають місце після завершення проміжку планування. Визначити вплив майбутніх інвестиційних рішень можливо лише після того, як ці інвестиції відбудуться.

У системі інвестиційного планування весь термін планування поділяється на інтервали, які називаються періодами. Рішення, які реалізуються в одному періоді, відносять або до початку, або до кінця відповідного періоду. Це не відображається на змістовному боці інвестиційних рішень, а впливає лише на нумерацію періодів. Вихідною точкою планування є початок першого планового періоду. Результати реалізації інвестицій можуть бути кількісно виражені через платежі, які поділяються на виплати (у вигляді виплат інвестора іншим суб'єктам господарювання) і на поступлення (поступлення інвестору від інших суб'єктів господарювання).

Число періодів, протягом яких здійснюються поступлення і виплати, називається терміном експлуатації інвестицій, якщо мова заходить про реальні інвестиції, або терміном дії (коли мова заходить про фінансові інвестиції). Цей проміжок часу або визначається завчасно, або розглядається як змінна величина під час прийняття інвестиційних рішень. Вкладені кошти, які вивільнюються, загалом носять назву дезінвестиції.

Ізольоване планування інвестицій здійснюється стосовно окремих інвестиційних об'єктів або окремих інвестиційних програм у межах заданого бюджету. Термін експлуатації інвестицій (інвестиційних проектів) можна розглядати як змінний або фіксований параметр.

Взаємопов'язане інвестиційне планування здійснюється у нерозривному зв'язку з плануванням виробничо-фінансової діяльності підприємства. Цей зв'язок базується на комплексному формуванні грошових потоків, враховуючи те, що реалізація будь-якого інвестиційного проекту, як і нових видів діяльності, вимагає фінансового забезпечення. Це означає, що в процесі формування інвестиційної програми важливо збалансувати його фінансові параметри з параметрами виробничої і фінансової програми підприємства, а також врахувати можливе обмеження. Перш за все, мова йде про потенціал власних інвестиційних ресурсів, можливість залучення позичкового капіталу, необхідність забезпечення галузевої і регіональної диверсифікації, інвестиційної діяльності, а також досягнення внутрішнього збалансування інвестиційної програми, тобто забезпечити ефективне співвідношення дохідності, ризику і ліквідності.

Система обмежень при взаємопов'язаному інвестиційному плануванні включає в себе основні і додаткові обмеження. Основними обмеженнями є найбільш значущі критерії відбору. Так, якщо головним критерієм відбору інвестиційних проектів визначено показник чистої приведеної вартості проекту, то серед основних обмежень можуть виступати конкретні значення таких показників, як внутрішня процентна ставка, рівень загального ризику проекту, термін окупності інвестиційного проекту тощо.

До додаткових обмежень можна віднести: рівень диверсифікації ризику за рахунок регіональної і галузевої складової, вартість запозиченого капіталу, терміни реалізації інвестиційних проектів, терміни початку потоку поступлень від реалізації інвестиційних проектів; величина загального обсягу інвестиційних ресурсів, обсяги виробництва і реалізації продукції тощо.

Зміст другої і третьої фази для реальних і фінансових інвестицій наділений суттєвими відмінностями, пов'язаними з особливостями здійснення реальних і фінансових інвестицій. Реальне

інвестування для більшості підприємств в сучасних умовах господарювання складає основу інвестиційної діяльності. Здійснення реальних інвестицій характеризується низкою особливостей, серед яких можна виділити такі:

1. Реальні інвестиції безпосередньо пов'язані з основною діяльністю підприємства, розширенням асортименту продукції, підвищенням її якості через впровадження досягнень науково-технічного прогресу. Отже, виробнича діяльність і реальні інвестиційні процеси взаємопов'язані та взаємообумовлені.

2. Реальні інвестиції порівняно з фінансовими інвестиціями наділені високим рівнем економічного ризику, що зумовлює їх здатність забезпечувати високу рентабельність відносно фінансових інвестицій. Економічні ризики пов'язані з особливостями технологічних процесів, чинниками морального зносу тощо.

3. Реальні інвестиції являються менш ліквідними за фінансові. Ця обставина пов'язана з вузькою цільовою направленістю здебільшого інвестицій, які спрямовуються в реальне виробництво і, як правило, у них немає можливостей альтернативного застосування. Звідси допущені помилки у сприйнятті рішень до реальних інвестицій дуже складно компенсувати.

Реальні інвестиції здійснюються в різноманітних формах, зокрема: капітальні вкладення, вкладення у приріст оборотних активів і інвестування в нематеріальні активи.

У випадку, якщо кон'юнктура фінансового ринку дозволяє отримувати значний рівень прибутку на вкладений капітал чим операційна діяльність на товарних ринках, або за наявності тимчасово-вільних фінансових ресурсів, підприємства активно вкладають кошти у високоліквідні фінансові інструменти. Окрім того, для диверсифікації своєї діяльності, участі в управлінні іншими компаніями, організаціями підприємства вкладають свої капітали в статутні фонди інших підприємств. З економічної точки зору фінансові інвестиції – це інструменти, за допомогою яких вирішуються стратегічні і оперативні завдання ефективного розміщення капіталу підприємства на вітчизняному і зарубіжному фінансових ринках.

§ 6. Інвестиційна стратегія: сутність та порядок розробки

Одним із ефективних інструментів перспективного управління інвестиційною діяльністю підприємства в умовах нестабільної державної інвестиційної політики та значних змін в системі державного регулювання ринкових процесів є інвестиційна стратегія, котра стає головною ланкою загальної економічної стратегії розвитку.

Інвестиційну стратегію слід розглядати як процес формування інвестором системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності та вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Основні ознаки інвестиційної стратегії компанії чи фірми можна подати у такому вигляді (рис. 1.7).

Ринкові умови, що швидко змінюються, недосконалість та змінність законодавчої бази, інфляційні процеси та криза неплатежів вимагають гнучкого підходу до формування інвестиційної стра-

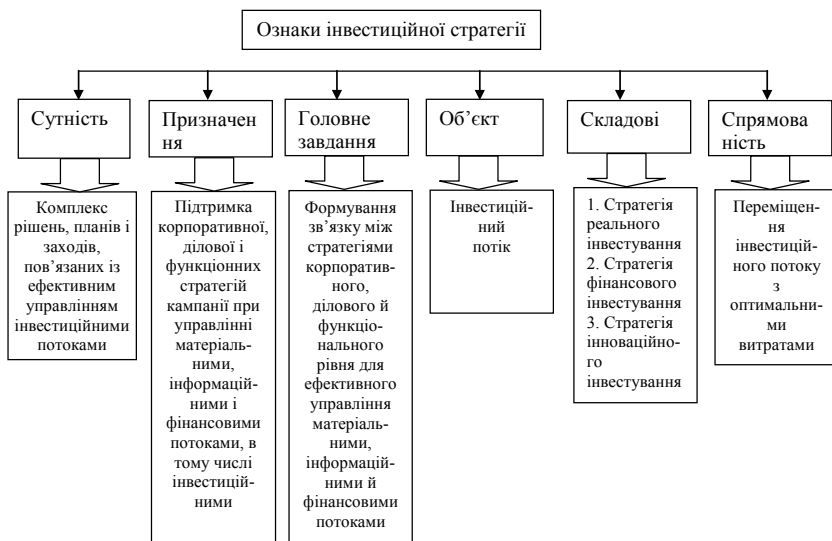


Рис. 1.7. Основні ознаки інвестиційної стратегії

тегії. З урахуванням цих обставин перед виробленням інвестиційної стратегії компанії чи фірми стоять наступні завдання:

- обґрунтування доцільності інвестиційного проекту;
- вибір оптимального проекту із можливих альтернатив;
- оцінка ефективності і забезпечення прибутковості проекту через певний проміжок часу;
- пошук методів, засобів і резервів максимального підвищення ефективності інвестицій на основі інвестиційного аналізу.

Інвестиційну стратегію можна розглядати і як процес стратегічного управління інвестиційною діяльністю де тактичне управління буде здійснюватися шляхом формування інвестиційного портфеля, а оперативне – шляхом оперативного керування окремим інвестиційними проектами та програмами.

Формування інвестиційної стратегії здійснюється за певними етапами (рис. 1.8).

Формування інвестиційної стратегії це не тільки складний творчий процес, який потребує врахування певних умов за його реалізації, але й довгостроковий план розвитку фірми на перспективу, розробка якого повинна враховувати умови, що визначають актуаль-

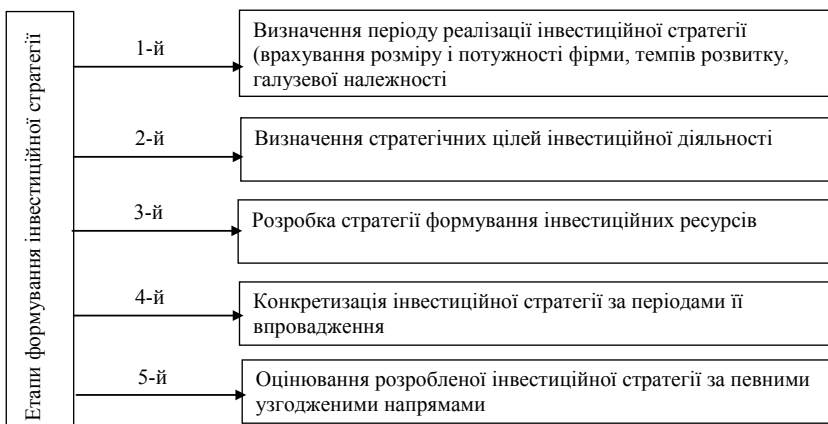


Рис. 1.8. Етапи формування інвестиційної стратегії компанії (фірми)

ність, послідовність і необхідність розробки інвестиційної стратегії. До таких умов належать:

– по-перше, необхідність урахування інтенсивності зміни факторів зовнішнього інвестиційного середовища, оскільки, якщо інвестиційна стратегія не буде враховувати фактори зовнішнього середовища, то, розробка інвестиційних рішень окремих структурних підрозділів не зможе враховувати сутність загальної стратегії розвитку фірми, що може призвести до виникнення протиріч між визначеною метою та інструментами, що використовуються, а також до зниження ефективного здійснення інвестиційної діяльності загалом;

– по-друге, необхідність урахування наявності можливостей переходу й адаптованості фірми до нової стадії життєвого циклу, тобто розроблена інвестиційна стратегія повинна враховувати особливості функціонування підприємства на кожному з етапів його життєвого циклу, враховувати рівень інвестиційної активності й адаптованості, напрямки та форми інвестиційної діяльності й особливості формування інвестиційних ресурсів;

– по-третє, необхідність урахування змін цілей операційної діяльності фірми, що пов'язані зі зміною виробничого асортименту, упровадженням нових виробничих технологій і виходу на нові ринки збуту продукції, оскільки зміни у виробничій діяльності, як правило, змушують підприємства не тільки переглядати, а частково і змінювати пріоритети своєї фінансової політики, а отже, й інвестиційної як її складової.

Відповідно до мети інвестування, типу управління, характеру економічної ситуації можна виокремити різні базові інвестиційні стратегії (рис. 1.9).

Інвесторам, які не бажають ризикувати своїм капіталом, або тим, хто не впевнений у строках інвестування, пропонується скористатись **стратегією збереження**.

За цією стратегією оптимальним варіантом виступає такий, який передбачає термінове виведення основної частини коштів (до 80–90%) з інвестиційного ринку протягом року.



Рис. 1.9. Види базових інвестиційних стратегій

На інвесторів, які не бажають ризикувати, орієнтована *стратегія накопичення*. Так, метою цієї стратегії є поступовий приріст капіталу, який зіставний із дохідністю за без ризиковим фінансовим інструментом.

Стратегією поміркованого зростання рекомендують для інвесторів, які передбачають отримати високі доходи при обмеженні потенційних ризиків. Стратегія агресивного зростання передбачає отримання максимально можливої дохідності на вкладений капітал за короткий період.

Якщо стратегічному інвестору необхідно розширити сферу впливу та закріпити свою участь в управлінні підприємством, він може вдатися до застосування двох видів стратегій:

– *стратегія ефективного власника*. За цією стратегією інвестор буде намагатися отримати доступ до певних видів продукції та досягти підвищення науково-технічного, промислово-збутового потенціалу, а водночас і фінансового оздоровлення підприємства. Використання цієї стратегії передбачає не лише наявність значних фінансових ресурсів, але й досвід, зв'язки, а також знання технології виробництва, ринків збуту тощо;

– *стратегія спекулятивного злиття та поглинання*. Зміст цієї стратегії полягає у придбанні контрольного пакета акцій для забезпечення доступу до дефіцитних товарів фінансових ресурсів або з метою отримання у користування об'єктів нерухомого майна, інших майнових та немайнових прав.

Розрізняють також стратегії, коли за ознаку класифікації беруть прибутковість, а саме:

– **стратегія зростання інвестованого капіталу** – отримання доходу за рахунок збільшення ринкової вартості об'єктів інвестування;

– **стратегія забезпечення отримання регулярного поточного доходу** – отримання добре за прогнозованих доходів за рахунок дивідендів за акціями, відсотків і дисконту при погашенні боргових цінних паперів (облігацій);

– **стратегія збалансованого зростання** – отримання регулярного поточного доходу та забезпечення середнього зростання вкладеного капіталу. У цьому контексті для забезпечення збалансованості між дохідністю й інвестиційним ризиком може бути рекомендована наступна структура вкладень: 34–45% - акції фінансово надійних підприємств, 35–45% – акції та конвертовані облігації “блакитних фішок”, 10-30% - державні та муніципальні цінні папери.

Важливим у реалізації вибраної інвестором тої чи іншої інвестиційної стратегії є:

- визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів;
- вибір ефективних схем фінансування інвестиційної діяльності;
- забезпечення максимального обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел;
- визначення оптимального співвідношення структури капіталу;
- забезпечення мінімізації вартості залучених інвестиційних ресурсів із різних джерел.

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

Контрольні питання

1. *Охарактеризуйте етапи становлення теорії інвестицій.*
2. *В чому суть ідей меркантилізму?*
3. *Назвіть основні засади інвестиційної теорії французької школи фізіократів.*
4. *Визначте роль А. Сміта і Д. Рікардо у дослідженні об'єктивних умов розвитку процесів інвестування.*
5. *Охарактеризуйте марксистську інвестиційну доктрину.*
6. *Дайте характеристику трансформації класичної інвестиційної концепції в другій половині XIX ст.*
7. *Назвіть передумови виникнення кейнсіанства.*
8. *Розкрийте суть інвестиційної доктрини Кейнса.*
9. *Розкрийте методологію інституціоналізму.*
10. *Охарактеризуйте джерела та суть сучасної інституціональної інвестиційної теорії.*
11. *Що є джерелом заощаджень в суспільстві ?*
12. *Які чинники визначають рівень заощаджень суспільства?*
13. *В чому проявляється взаємозв'язок заощаджень і інвестицій?*
14. *Визначте характерні ознаки економічної категорії "інвестиції".*
15. *За якими ознаками можна класифікувати інвестиції?*
16. *Дайте характеристику різним формам і видам інвестицій.*
17. *В чому полягають відмінності ієрархії цілей інвестування?*
18. *В чому полягають особливості планування інвестицій?*
19. *Охарактеризуйте суть і призначення інвестиційного ринку.*
20. *Розкрийте взаємозв'язок між попитом і пропозицією на інвестиційному ринку.*
21. *Охарактеризуйте етапи та фази інвестиційного процесу.*
22. *Охарактеризуйте інвестиційну стратегію, її види, параметри та показники.*
23. *Охарактеризуйте методи розробки інвестиційної стратегії.*

Дослідницькі завдання

1. *Теорії інвестицій періоду зародження та становлення економіки капіталізму.*
2. *Еволюція класичних поглядів на чинники економічного зростання у першій половині XIX ст.*
3. *Зародження альтернативних інвестиційних теорій.*
4. *Перегляд неокласичної теорії ринку. Формування інвестиційної концепції ринкової рівноваги.*
5. *Сучасні неокласичні доктрини міжнародного руху капіталів.*
6. *Інноваційна діяльність і необхідність інвестицій.*
7. *Умови формування сприятливого інвестиційного клімату в Україні.*

8. *Інвестиції в основний капітал: неокласичний і альтернативний підходи.*
9. *Інвестиційна криза в українській економіці і причини виникнення, механізми розвитку і економічні наслідки.*

Ключові поняття

Інвестиційна теорія, епоха меркантилізму, камералісти, трудова теорія вартості, фізіократи, заощадження, марксистська інвестиційна доктрина, інноваційна діяльність, неокласична теорія, теорія граничної корисності, Кембриджська економічна школа, ефект Фішера, теорія Кейнса, мультиплікатор, інституціоналізм, технологічний детермінізм, інвестиційний процес, інвестиції, заощадження, форми і види інвестицій, інвестиційні ресурси, фінансові інвестиції, реальні інвестиції, класифікація інвестицій, інвестиційний ринок, кругообіг інвестицій, інвестиційний попит, інвестиційна пропозиція, етапи інвестиційного процесу, цілі інвестування, інвестиційна модель, інвестиційне планування, інвестиційна стратегія, базові інвестиційні стратегії.

Рекомендована література

1. *Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент / И. А. Бланк. – К. : МП “Итем” ЛТД “Юнайтед Лондон Трейд Лимитед”, 1995. – 447 с.*
2. *Бузова И. А. Коммерческая оценка инвестиций / И. А. Бузова, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова ; [под ред. В. Е. Есипова]. – СПб. : Питер, 2004. – 432 с.*
3. *Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Дж. Долан, К. Д. Кэмпбелл, Р. Дж. Кэмпбелл. – Л., 1991. – С. 15.*
4. *Долан С. Дж. Рынок: макроэкономическая модель / С. Дж. Долан, Д. Линдей. – СПб., 1992. – С. 13.*
5. *Экономическая энциклопедия. Политическая экономия. Т. 3 / [гл. ред. А. М. Румянцев]. – М. : Сов. Энцикл., 1979. – С. 537.*
6. *Экономическая энциклопедия. Политическая экономия. Т. 1 / [гл. ред. А. М. Румянцев]. – М. : Сов. Энцикл., 1972. – С. 548.*
7. *Инвестиционная деятельность : уч. пособ. / [Н. В. Киселева, Т. В. Боровикова, Г. В. Захарова и др.] ; под ред. Г. П. Подмиваленко и Н. В. Киселевой. – 2-е изд., стер. – М. : КНОРУС, 2006. – 432 с.*
8. *Инвестиции : учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений / И. Ю. Ткаченко, Н. И. Малых. – М. : Издательский центр “Академия”, 2009. – 240 с.*
9. *Инвестиции : учебник / Под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина – М. 000 “ТК-Велби”, 2003. – 440 с.*
10. *Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс // Антология экономической классики. – М., 1993. – С. 221.*

11. Лукасевич И. Я. *Инвестиции: учебник* / И. Я. Лукасевич. – М. : Вузовский учебник : ИНФРА-М.– 2011.– 413 с.
12. Майорова Т. В. *Інвестиційна діяльність : підруч.[для студ. вищ. навч. зал.] / Т. В. Майорова.* – К : Центр учеб. л-ры, 2009. – 472 с.
13. Макконел К. Р. *Экономикс* / К. Р. Макконел, С. Л. Брю . – М, 1992. – С. 388.
14. Татаренко Н. О. *Теорії інвестицій : навч. посібник* / Н. О. Татаренко, А. М. Поручник .– К. : КНЕУ, 2000.– 160 с.
15. Хачатуров Т. С. *Эффективность капиталовложений* / Т. С. Хачатуров. – М. : Экономика, 1979.– С. 45.

Нормативно-правові акти

1. Закон України “Про інвестиційну діяльність” від 18 вересня 1991 р.
2. Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 року – № 2264 – III.
3. Закон України “Про банки та банківську діяльність” від 7 грудня 2000 року – № 2121 – III.
4. Закон України “Про режим іноземного інвестування” № 93/96–ВР від 19 березня 1996 р.

РОЗДІЛ II

СУБ'ЄКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

- 1. Економічний зміст інвестиційної діяльності.
Права та обов'язки інвесторів.*
- 2. Класифікація суб'єктів інвестиційної сфери.*
- 3. Характеристика інституційних інвесторів.*
- 4. Допоміжні учасники інвестиційної діяльності.*

§ 1. Економічний зміст інвестиційної діяльності

Згідно з вітчизняним законодавством інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій.

У бухгалтерській практиці (Національний стандарт бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності”) інвестиційна діяльність визначається як придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквіваленту грошових коштів (короткострокових високоліквідних фінансових інвестицій, які вільно конвертуються у певні суми грошових коштів і які характеризуються незначним ризиком зміни їх вартості).

Відповідно до національних стандартів бухгалтерського обліку діяльність підприємств з купівлі товарно-матеріальних цінностей не є інвестиційною, тобто вкладення в оборотні кошти не є інвестиціями, як і в Податковому кодексі.

Інвестиційна діяльність проводиться на основі:

1) інвестування, яке здійснюють громадяни, недержавні підприємства, господарські асоціації, спілки і товариства, а також громадські та релігійні організації, інші юридичні особи, засновані на колективній власності;

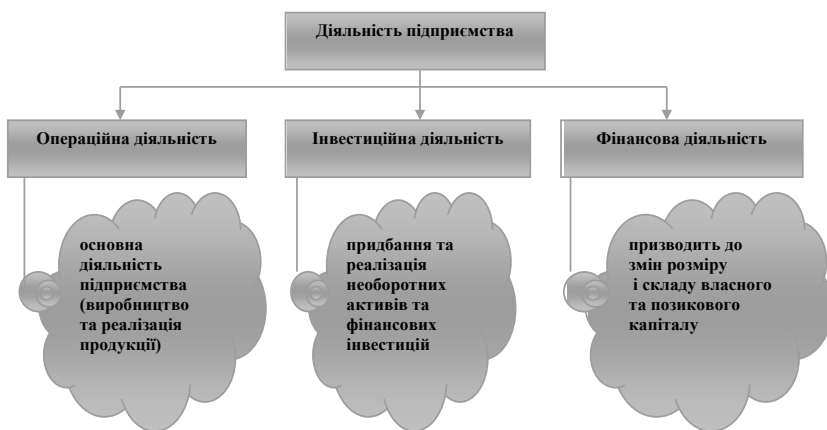


Рис. 2.1. Напрями діяльності підприємства

2) державного інвестування, у тому числі державної підтримки реалізації інвестиційних проектів здійснюваного органами державної влади та органами влади АР Крим за рахунок коштів бюджетів, позабюджетних фондів і позичкових коштів, а також державними підприємствами та установами за рахунок власних і позичкових коштів;

3) інвестування, яке здійснюють органи місцевого самоврядування;

4) іноземного інвестування, яке здійснюють іноземні громадяни, юридичні особи та держави;

5) спільного інвестування, яке здійснюють громадяни та юридичні особи України, іноземних держав.

Суб'єкти інвестиційної діяльності поділяються на:

- *інвесторів*, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування;
- *учасників* – громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора.

Інвестори можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, а також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності.

Законодавством передбачені такі права суб'єктів інвестиційної діяльності:

1. Всі суб'єкти інвестиційної діяльності незалежно від форм власності та господарювання мають рівні права щодо здійснення інвестиційної діяльності, якщо інше не передбачено законодавчими актами України. Розміщення інвестицій у будь-яких об'єктах, крім тих, інвестування в які заборонено або обмежено актами законодавства України, визнається невід'ємним правом інвестора та охороняється законом.

2. Інвестор самостійно визначає цілі, напрями, види й обсяги інвестицій, залучає для їх реалізації на договірній основі будь-яких учасників інвестиційної діяльності, у тому числі шляхом організації конкурсів і торгів.

3. За рішенням інвестора права володіння, користування і розпорядження інвестиціями, а також результатами їх здійснення можуть бути передані іншим громадянам та юридичним особам. Взаємовідносини при такій передачі прав регулюються ними самостійно на основі договорів.

4. Для інвестування можуть бути залучені фінансові кошти у вигляді кредитів, випуску цінних паперів. Майно інвестора може бути використано ним для забезпечення його зобов'язань. У заставу приймається тільки таке майно, яке перебуває у власності позичальника або належить йому на праві повного господарського відання та може бути реалізовано при порушенні заставних зобов'язань.

5. Інвестор має право володіти, користуватися і розпоряджатися об'єктами та результатами інвестицій, включаючи реінвестиції та торговельні операції на території України, відповідно до законодавчих актів України. Для державних підприємств, що виступають інвесторами за межами України та яким відкрито іпотечний кредит, встановлюється гарантія по цих інвестиціях з боку держави.

6. Інвестор має право на придбання необхідного йому майна у громадян і юридичних осіб безпосередньо або через посередників за цінами і на умовах, що визначаються за домовленістю сторін, якщо це не суперечить законодавству України, без обмеження за обсягом і номенклатурою.

Обов'язки суб'єктів інвестиційної діяльності:

1. Інвестор у випадках і порядку, встановлених законодавством України, зобов'язаний:

- подати фінансовим органам декларацію про обсяги і джерела здійснюваних ним інвестицій;
- одержати дозвіл на виконання будівельних робіт у випадках та порядку, встановлених Законом України “Про регулювання містобудівної діяльності”;
- одержати письмовий звіт експертизи проекту будівництва у випадках та порядку, встановлених Законом України “Про регулювання містобудівної діяльності”;
- одержати позитивний висновок державної експертизи інвестиційного проекту у випадках та порядку, встановлених Кабінетом Міністрів України.

2. Суб'єкти інвестиційної діяльності зобов'язані:

- додержувати державних норм і стандартів, порядок встановлення яких визначається законодавством України;
- виконувати вимоги державних органів і посадових осіб, що пред'являються в межах їх компетенції;
- подавати в установленому порядку бухгалтерську і статистичну звітність;
- не допускати недобросовісної конкуренції і виконувати вимоги законодавства про захист економічної конкуренції;
- сплачувати податки, збори (обов'язкові платежі) в розмірах та у порядку, визначених законами України.

3. Для проведення господарської діяльності, яка підлягає ліцензуванню, учасники інвестиційної діяльності повинні одержати відповідну ліцензію.

Метою інвестиційної діяльності є отримання інвестиційного прибутку, який відповідно до Податкового кодексу розраховується як позитивна різниця між доходом, отриманим платником податку від продажу окремого інвестиційного активу, та його вартістю, що визначається із суми витрат на придбання такого активу.

§ 2. Класифікація суб'єктів інвестиційної сфери

За цілями інвестиційної діяльності визначають:

- *стратегічних (мажоритарних) інвесторів*, основна мета яких – придбання контрольного пакету акцій для забезпечення реального управління підприємством);
- *портфельних (міноритарних) інвесторів*, які вкладають свій капітал у різноманітні інвестиційні інструменти виняткового з метою отримання поточних доходів (дивідендів, процентів) та прибутку від зростання ціни інструментів.

Крім того, за тривалістю інвестиційного горизонту (строку інвестицій) розрізняють такі види інвесторів (як правило, на ринку цінних паперів):

- *внутрішньоденні трейдери (intraday traders)*, які укладають угоди в межах дня. До них належать також *скальпери*, які укладають значну кількість угод протягом дня та отримують доходи від незначних змін ціни інвестиційних активів;
- *позиційні інвестори* – беруть участь в укладанні угоди щодо купівлі-продажу інвестиційного активу від декількох годин до декількох тижнів;
- *портфельні інвестори* – формують портфелі цінних паперів на більш тривалий строк з метою отримання доходу на основі диверсифікації ризиків шляхом інвестування в різні види інвестиційних активів.

Внутрішньоденні трейдери та позиційні інвестори належать до *спекулянтів*, яких деякі дослідники протиставляють інвесторам. Однак більш правильним є їх віднесення до *спекулятивних інвесторів*, які здійснюють інвестиції з метою отримання доходів від короткострокових коливань ціни.

Залежно від джерела надходження ресурсів на інвестиційний ринок інвесторів поділяють на:

1) *індивідуальних*, які здійснюють вкладення в інвестиційні активи самостійно (наприклад, інтернет-трейдинг фізичних осіб на фондовому ринку);

2) *інституційних*, які об'єднують ресурси індивідуальних інвесторів (населення, фірм) з метою подальшого професійного інвестування.

Основними секторами суб'єктів інвестування є такі:

- державний сектор (здійснення інвестицій за рахунок бюджетних коштів);
- сектор домогосподарств;
- фінансово-кредитний сектор, учасники якого переважно здійснюють фінансові інвестиції;
- нефінансовий сектор, підприємства якого здійснюють переважно реальні інвестиції;
- обслуговуючий сектор, представлений установами, що сприяють інвестиційній діяльності, тобто є учасниками інвестиційної діяльності.

§ 3. Характеристика інституційних інвесторів

У широкому змісті інституційні інвестори – це фінансові посередники будь-якого типу.

Згідно з методологією Організації економічного співробітництва та розвитку (OECD) до інституційних інвесторів належать інвестиційні фонди, страхові компанії та пенсійні фонди.

Відповідно до ESA95 (Європейських національних рахунків) *інституційні інвестори* поділяються на три групи:

1) страхові компанії та пенсійні фонди (insurance corporations and pension funds, ICPFs);

2) монетарні фінансові інститути (monetary financial institutions) – комерційні банки та інші ощадні інститути, фонди грошового ринку тощо;

3) інші фінансові посередники (other financial intermediaries, OFIs) – інвестиційні фонди та інші інститути колективного інвестування.

У США згідно з Правилом 144A (Rule 144A) можуть функціонувати *кваліфіковані інституційні інвестори* (Qualified Institutional Investors або Qualified Institutional Buyers, QIBs), які можуть отримати цей статус лише у випадку, якщо під їх управлінням перебувають не менше \$100 млн.

У 2007 р. в російську практику введено поняття кваліфікованого інвестора (яким може бути як фізична, так і юридична особа). Юридична особа набуває статусу кваліфікованого інвестора при додержанні будь-яких двох з наступних вимог:

- 1) власний капітал не менше 100 млн. руб.;
- 2) щоквартальне проведення не менше 5 угод з цінними паперами протягом 4-х кварталів, із загальною вартістю 3 млн. руб.;
- 3) оборот (виручка) за встановлений період не менше 1 млрд. руб.
- 4) сума активів за даними бухгалтерського балансу, в тому числі в довірчому управлінні, не менше 2 млрд. руб.

Відповідно до Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” *інституційними інвесторами* є такі:

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

БАНКИ. *Банк* – це кредитно-фінансова установа, що зосереджує тимчасово вільні кошти (грошові вклади), надає їх у строкове користування у формі кредитів та стає посередником у взаємних виплатах, включаючи випуск (емісію) нових грошей. Ці установи забезпечують виконання таких фундаментальних функцій: 1) посередництво у розрахунках; 2) депозитна функція; 3) кредитна функція; 4) інвестиційна функція. Перераховані функції в комплексі не притаманні іншим фінансовим інститутам, що робить банки унікальним суб'єктом господарської діяльності у своїй сфері. Банки беруть участь в інвестиційному процесі шляхом надання кредитів суб'єктам економічної діяльності для здійснення інвестицій, висту-

пають у ролі споживачів інвестицій при залученні коштів на депозити, а також у ролі інвесторів, придбаваючи цінні папери.

Російський вчений В. Ф. Жуков виокремлює інвестиційні банки двох типів:

- банки першого типу, які займаються тільки торгівлею і розміщенням цінних паперів;
- банки другого типу, головною функцією яких полягає в середньо- і довгостроковому кредитуванні різних секторів економіки, а також спеціальних цільових проєктів, пов'язаних із впровадженням передових технологій і досягнень науково-технічної революції.

В залежності від інвестиційної активності та видів діяльності банківських установ розрізняють такі моделі сегменту інвестиційного ринку щодо цінних паперів:

1) банківська (німецька) – це така модель, за якої банки є найголовнішими учасниками ринку цінних паперів. Вони мають можливість вкладати грошові ресурси як у державні, так і в корпоративні цінні папери;

2) змішана модель – характеризується рівномірною присутністю на ринку корпоративних цінних паперів як банківських, так і пацрабанківських установ.

3) американська модель, яка характерна насамперед для США. За цієї моделі комерційним банкам у відповідності до Закону Гласса-Стігалла від 1933р. (The Glass-Stigall Act) було заборонено займатися операціями з цінними паперами, крім вкладень у державні фінансові інструменти та в депозитні сертифікати банків. У той же час, інвестиційним банкам, які є активними учасниками фондового ринку, дозволено операції з корпоративними цінними паперами, андеррайтинг, організація операцій зі злиття-поглинання, проте заборонялося здійснювати прийом депозитів та кредитні операції. У кінці листопада 1999 р. ухвалено Закон “Про фінансову модернізацію” Гремма-Ліча-Блайлі (The Gramm-Leach-Bliley Act), згідно з яким частково скасовано чинність Закону Гласса-Стігалла. Згідно з цим законом у США дозволено створювати фінансові холдинги (можуть мати у своєму складі як комерційні, так й інвестиційні бан-

ки), а також обмежені універсальні банки (restricted universal banks), які можуть надавати комерційні та інвестиційні банківські послуги. Однак їх діяльність обмежена, оскільки дочірні банки і компанії, які входять до складу холдингу, мають відповідати власним нормам достатності капіталу.

Федеральна корпорація зі страхування депозитів (FDIC) США винесла у вересні 2011 р. на громадське обговорення правило Волкера (Volcker rule), що забороняє банкам здійснювати заради власного прибутку короткострокові торгові операції з цінними паперами, деривативами та іншими фінансовими інструментами.

Правило, назване на ім'я колишнього голови Федеральної резервної системи США Пола Волкера і входить в закон Додда-Френка (The Dodd-Frank Act) від 21.07.2010 р. “Про реформування Уолл-стріт і захист споживачів” (The Wall Street Reform and Consumer Protection Act), покликане запобігти повторенню фінансової кризи 2007–2009 рр. за рахунок обмеження ризикових операцій банків. Воно також забороняє банкам інвестувати в хедж-фонди або фонди прямих інвестицій. Правило Волкера доповнюється за Законом Додда-Френка “правилом виключення деривативів” (derivatives push-out rule). Згідно із цим правилом, комерційним банкам буде заборонено укладати угоди з певними видами деривативів. Загальною рисою правила Волкера та “правила виключення деривативів” є обмеження можливостей банків торгувати цінними паперами й деривативами з метою стримування системних ризиків у банківській системі.

В Україні формується змішана модель ринку цінних паперів, де поряд з небанківськими фінансовими інститутами банківські установи мають право здійснювати операції як з державними, так і з корпоративними фінансовими інструментами. Саме можливість використовувати кошти, отримані у процесі комерційної діяльності для інвестиційних операцій, сприяє становленню вітчизняних універсальних банків як провідних учасників ринку цінних паперів.

Законом України “Про банки і банківську діяльність” у 2001 р. було передбачено можливість функціонування в Україні *інвестиційних банків*. Ці установи мали можливість вкладати в акції більший процент статутного капіталу (до 90%). Однак, інвестиційні банки

могли залучати ресурси за рахунок депозитів фізичних осіб в обсязі не більше 5% капіталу, а тому в Україні жодного інвестиційного банку не було створено. У лютому 2011 р. внесено зміни до Закону України “Про банки і банківську діяльність”, згідно з якими Національний банк України визначає види спеціалізованих банків та порядок набуття ними статусу спеціалізованого. У грудні 2011 р. Національний банк України змінами до “Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні” визначив можливість функціонування в Україні таких спеціалізованих банківських установ:

- 1) ощадні банки;
- 2) банки довірчого управління.

Банк набуває статусу спеціалізованого банку довірчого управління, якщо обсяг операцій за договорами довірчого управління становить 100% і більше сукупних активів банку.

Відповідно до Закону України “Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії “Київміськбуд” (від 20.04.2000 р. № 1674-III) до 1 січня 2012 року на базі “Київміськбуду” проводився економічний експеримент щодо реалізації програм соціального забезпечення населення із залученням коштів фізичних і юридичних осіб у довірче управління уповноважених банків з наступним їх спрямуванням на придбання іпотечних сертифікатів на основі створення фондів банківського управління.

Фонд банківського управління (ФБУ) – грошові кошти учасників ФБУ, передані у довірче управління уповноваженому банку та об’єднані ним. ФБУ не є юридичною особою.

Кошти ФБУ спрямовуються виключно на придбання іпотечних сертифікатів та/або інших іпотечних цінних паперів, кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за національною шкалою.

Фонди банківського управління можуть бути:

- пенсійні;
- дитячі.

Учасниками дитячого ФБУ є малолітні особи, яким на дату укладання договору довірчого управління не виповнилось 13,5 року.

Облік коштів пенсійного ФБУ з фіксованою винагородою здійснюється у національній валюті України та в *ОдІн* (індексуєча

умовна розрахункова одиниця, яку уповноважений банк визначає на підставі власної методики з урахуванням індексу інфляції, індексу цін виробників промислової продукції, індексу цін на будівельно-монтажні роботи та інших чинників на розсуд банку, які впливають на визначення вартості іпотечного зобов'язання).

При досягненні учасниками пенсійного ФБУ пенсійного віку (60 років для чоловіків та 55 років для жінок) або при встановленні учаснику першої групи інвалідності у порядку, визначеному законодавством, учасники пенсійного ФБУ мають право на додаткові пенсійні виплати.

При досягненні учасниками дитячого ФБУ повноліття (18 років) вони мають право на цільові виплати, які уповноважений банк спрямовує на оплату навчання, на придбання, інвестування будівництва та оренду житла.

ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Діяльність інвестиційних фондів побудована на довірі та передачі майна під управління фонду – інвестор довіряє управляти своїми коштами інвестиційному фонду.

Основні етапи розвитку спільного інвестування наведено в табл. 2.1.

Про значну роль інвестиційних фондів на фінансовому ринку свідчать наступні дані (у 2012 р.):

- загальний обсяг активів, інвестованих у взаємні фонди у світі становив \$26,8 трлн.;
- 44,4% домашніх господарств США вклали кошти у взаємні фонди;
- інвестиційні компанії володіють 28% корпоративних активів у США.

В Україні *інститути спільного інвестування (ІСІ)* здійснюють діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та інші активи. ІСІ виступають споживачем інвестицій при залученні коштів та інвестором при їх наступному вкладенні в об'єкти інвестиційної діяльності. Таким чином, ІСІ здійснюють перерозподіл інвестицій.

Таблиця 2.1.

Ретроспектива розвитку інвестиційних фондів

Рік	Подія
1774	Торговець з Данії Адріан ван Кетвіч запросив інвесторів вкладати гроші в траст Eendragt Maakt Magt з ціллю забезпечити диверсифікацію інвестицій для інвесторів з обмеженими інвестиційними можливостями.
1868	У Лондоні створено першу інвестиційну компанію, відкриту для участі сторонніх інвесторів Foreign and Colonial Government Trust.
1907	У США була винайдена концепція і в 1907 р. створено перший інвестиційний фонд відкритого типу – Alexander's Fund. У ньому був реалізований принцип відкритості, тобто інвестори отримали право вийти з фонду за першою вимогою.
1924	У Бостоні засновано інвестиційний фонд відкритого типу Massachusetts Investors Trust, доступний широкому колу населення. У цьому фонді реалізована концепція безперервної пропозиції нових акцій, які могли бути продані в будь-який час, і погашення проданих акцій.
1940	У США прийнято Закон Про інвестиційні компанії (Investment Company Act) та створено Національну асоціацію інвестиційних компаній (NAIC).
1971	Створено фонди грошового ринку (money market funds).
1989	Активи взаємних фондів досягли \$1 трлн.
1993	Випущено цінні папери першого біржового індексного фонду (exchange-traded fund, ETF).
2009	Активи фондів грошового ринку досягли найвищого рівня – \$3,92 трлн.

Механізм роботи ІСІ відображено на рис. 2.2.

Загальні напрями діяльності ІСІ визначаються *регламентом*, обов'язковою складовою якого є *інвестиційна декларація* (визначаються основні напрями та обмеження інвестиційної діяльності).

Класифікацію ІСІ за різними ознаками наведено на рис. 2.3.

За організаційно-правовою формою ІСІ поділяються на:

1) *корпоративний інвестиційний фонд* – це ІСІ, який створюється у вигляді акціонерного товариства і проводить виключно діяльність із спільного інвестування. До державної реєстрації корпоративного фонду та його статуту в органах державної реєстрації засновниками корпоративного фонду має бути сплачено 100% розміру початкового статутного капіталу.

2) *пайовий інвестиційний фонд* – це активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управ-

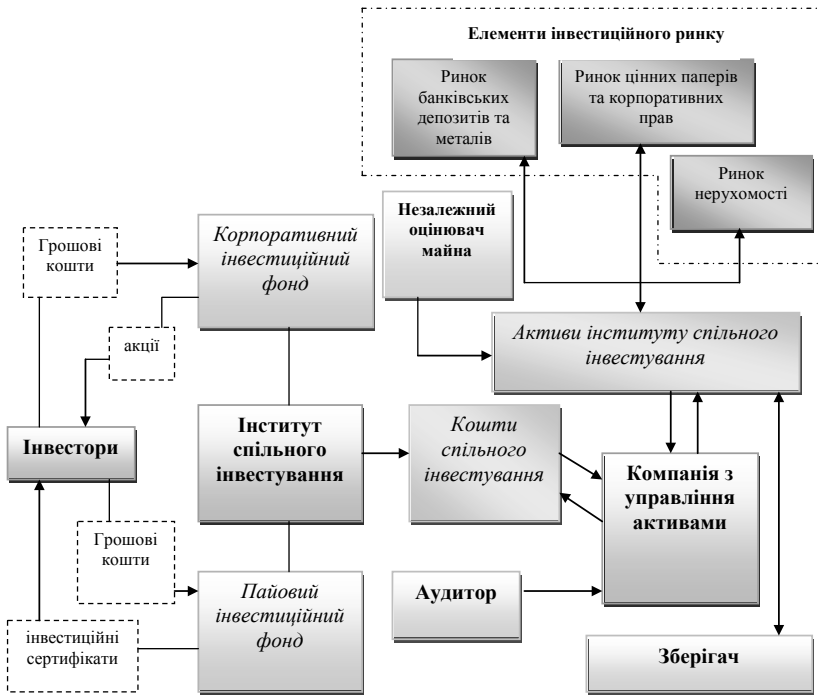


Рис. 2.2. Механізм діяльності інститутів спільного інвестування

лінні компанії з управління активами. Пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою. Пайовий інвестиційний фонд створюється компанією з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів.

Мінімальний обсяг активів корпоративного та пайового інвестиційного фонду не може бути меншим за розмір 1250 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі.

Розрахункова вартість цінного паперу ІСІ визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу на дату проведення розрахунку.

Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ здійснюються компанією з управління активами безпосередньо або через торговців цінними паперами.

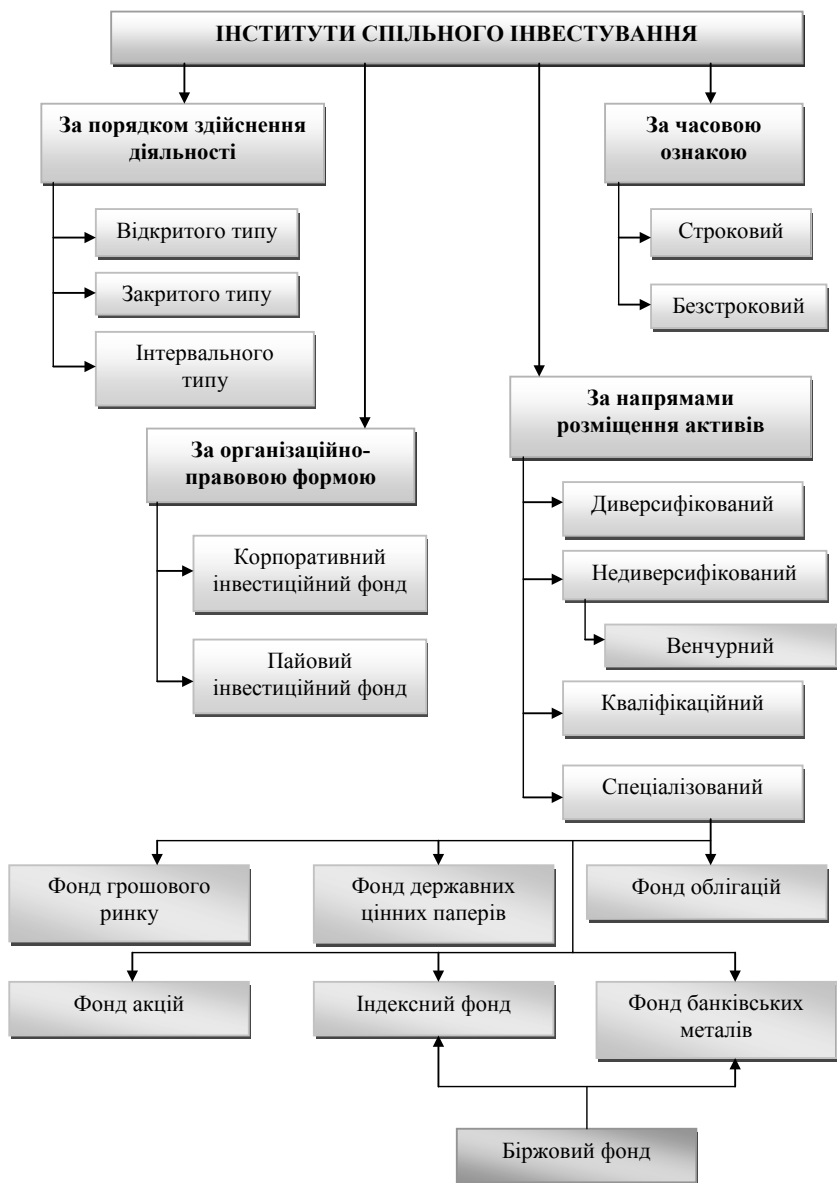


Рис. 2.3. Класифікація інститутів спільного інвестування

Компанія з управління активами інституційних інвесторів (КУА) – господарське товариство (акціонерне товариство або товариство з обмеженою відповідальністю), яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів. Мінімальний статутний капітал КУА має становити не менше 7 млн. грн.

ІСІ залежно від порядку здійснення його діяльності може бути таких типів:

- *відкритого* типу, якщо він (або КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ. Вільний обіг цінних паперів ІСІ відкритого типу може бути тільки на фондових біржах.
- *інтервального* типу, якщо він (або КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або КУА) протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу). Проспект емісії ІСІ інтервального типу має передбачати порядок визначення дня початку та закінчення інтервалу, періодичність інтервалу (не рідше одного разу на рік), тривалість інтервалу (не менше 10 робочих днів протягом року та не менше одного робочого дня протягом кожного інтервалу). Вільний обіг цінних паперів ІСІ цього типу протягом інтервалу можливий лише на фондових біржах.
- *закритого* типу, якщо він (або КУА) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) до моменту його припинення. Цей фонд може бути лише строковим. Цінні папери ІСІ такого типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів.

Дивіденди за акціями ІСІ відкритого та інтервального типу не нараховуються і не сплачуються.

ІСІ поділяються на такі види (з 2014 р.):

1) *диверсифікованого виду*, якщо він одночасно відповідає таким вимогам:

- сумарна вартість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10% загального обсягу цінних паперів відповідного випуску;

- сумарна вартість цінних паперів, які становлять активи ІСІ в кількості, більшій ніж 5% загального обсягу їх емісії на момент їх придбання не перевищує 40% вартості чистих активів ІСІ;
- не менш як 80% загальної вартості активів ІСІ становлять кошти, в т. ч. на банківських депозитних рахунках, ощадні сертифікати, банківські метали, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі.

Обмеження щодо структури активів диверсифікованих ІСІ наведено на рис. 2.4.

2) спеціалізованого виду, якщо ІСІ інвестує кошти лише в активи, які передбачені класом фонду (рис. 2.2). Індексні фонди та

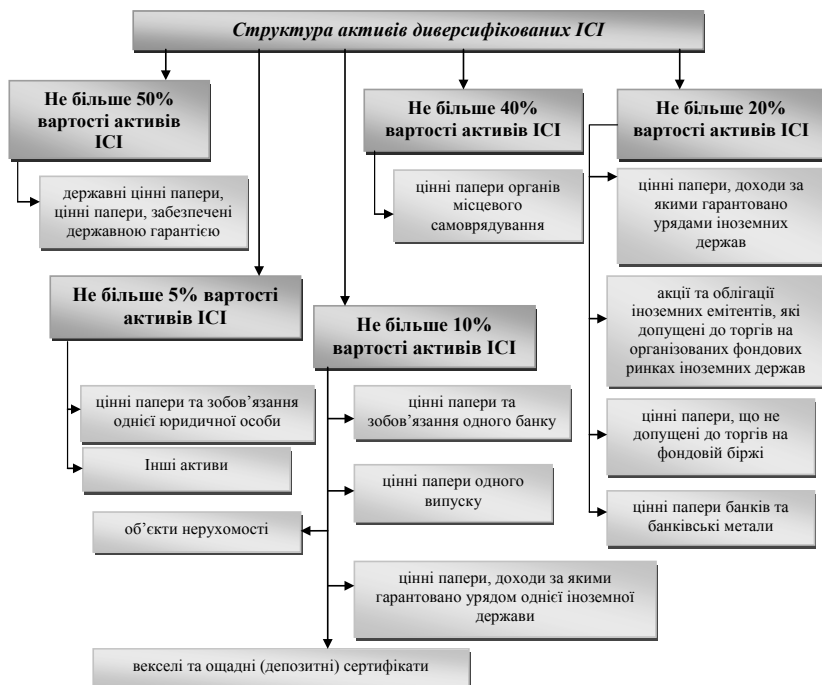


Рис. 2.4. Схема законодавчих обмежень щодо структури активів диверсифікованих ІСІ в Україні

фонди банківських металів можуть бути біржовими, якщо емітовані ними цінні папери підлягають обов'язковому обігу на фондовій біржі та для їх продажу залучаються торговці цінними паперами.

3) *кваліфікаційного виду*, якщо ІСІ інвестує активи лише в один із кваліфікаційних класів активів (рис. 2.5) та кошти, а також не має будь-яких вимог до структури активів.

Фізична особа може бути учасником кваліфікаційного ІСІ за умови придбання цінних паперів такого фонду (за номінальною вартістю) на суму *не менше ніж 100 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі*.

4) *недиверсифікованого виду*, якщо вартість цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі, та нерухомості становить не більше як 50% загальної вартості активів ІСІ та не відповідає вимогам щодо вкладень для диверсифікованого ІСІ.

Венчурним фондом є недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює тільки приватне (закрите) розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних осіб та фізичних осіб.

Фізична особа може бути учасником венчурного фонду за умови придбання цінних паперів такого фонду (за номінальною вартістю) на суму *не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі*.

За рахунок коштів венчурного фонду можуть надаватися позики, проте *тільки юридичним особам*, учасником яких є такий венчурний фонд (не менше 10% статутного капіталу).



Рис. 2.5. Структура кваліфікаційних активів ІСІ

Відкритими інститутами спільного інвестування можуть бути тільки диверсифіковані інститути спільного інвестування та спеціалізовані інститути спільного інвестування.

Інтервальними інститутами спільного інвестування можуть бути тільки диверсифіковані інститути спільного інвестування, спеціалізовані інститути спільного інвестування та кваліфікаційні інститути спільного інвестування.

Активи ІСІ (крім венчурних фондів) не можуть включати: цінні папери інших ІСІ; облігації, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню; товаророзпорядчі цінні папери, заставні, сертифікати фондів операцій з нерухомістю, приватизаційні цінні папери та ін.

ІСІ не можуть бути засновниками банку та власниками істотної участі у банку.

Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі. До складу активів венчурного ІСІ можуть входити також векселі, заставні тощо.

Інвестиційні фонди за структурою створюються для різних типів інвесторів залежно від їх схильності щодо дохідності та ризику (рис. 2.6).

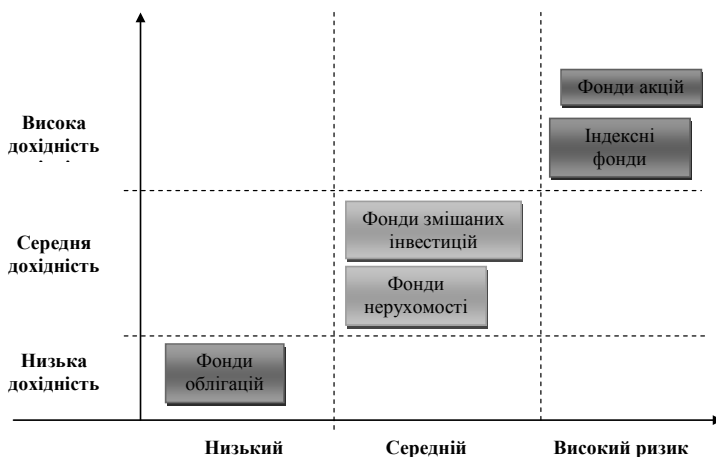


Рис. 2.6. Види інвестиційних фондів залежно від співвідношення “дохідність-ризик”

Рекомендований мінімальний строк інвестицій у цінні папери ІСІ має складати не менше 1 року.

Для інвесторів вкладення в інвестиційні фонди є більш привабливим, ніж у банківські депозити (залежно від стадії економічного циклу), проте і більш ризикованим (табл. 2.2).

Приклади структури активів інвестиційних фондів в Україні наведено в табл. 2.3.

В Європі діяльність на ринку спільного інвестування регулюється Директивою 85/611/ЄЕС “Про наближення законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери, що знаходяться в обігу (UCITS, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives)” в редакції Директиви 2009/65/ЄС (UCITS IV).

Відповідно до цього документа до інститутів спільного інвестування у цінні папери, що знаходяться в обігу, належать установи:

- єдиною метою яких є спільне інвестування у цінні папери, які знаходяться в обігу і/або інші ліквідні фінансові активи;
- паї яких на вимогу власників перепродані або викуплені, прямо або опосередковано, з активів цих інститутів.

Такі інститути можуть бути засновані згідно із законодавством або згідно з договірним правом (як *спільні фонди*, якими управля-

Таблиця 2.2.

Динаміка дохідності основних об'єктів фінансових інвестицій

Тип інвестицій	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.
Закриті ІСІ	150	-5	100	33	-8	-3	16
Інтервальні ІСІ	100	-35	34	15	-19	-12	7
Відкриті ІСІ	70	-30	18	13	-22	-13	0,6
Банківські депозити, грн.	14,75	17	21	24	17	21	21
Банківські депозити, USD	11,2	12	16	12	9	8	9
Нерухомість	15	4	-11	-10	-5	-4	0,3
Інфляція	17	22	12	9	8	0,6	0,5
Страховання життя	12	15	17	-	-	-	-
Золото	30	60	37	32	17	7	-25

Таблиця 2.3.

Характеристика інвестиційних фондів в Україні

Назва фонду	Мета діяльності	Структура активів
“Кінто-Казначейський”	отримання доходу, який у середньостроковій перспективі перевищує рівень інфляції та середню депозитну ставку, за умови мінімізації ризиків шляхом диверсифікації коштів серед різних класів активів та обов’язкового щорічного перебалансування активів	30% – в акції компаній, з яких не менше половини – акції з індексу Української біржі; 30% – в облігації; 30% – у банківські метали, з яких 60% – золото, 30% – срібло, 10% – платина; 10% – у банківські депозити.
Фонд “Індекс Української біржі” (KUBI) компанії “Кінто”	індексний біржовий фонд (ETF)	дублює фондовий індекс “Української біржі”
УкрСиб-А-ВІСТА	отримання ймовірно вищої прибутковості порівняно із середньоринковою депозитною ставкою	62,4 – державні облігації; 15,7 – акції; 11,6 – корпоративні облігації 10,2 – грошові кошти.
“ОТП Динамічний”	Фонд для інвесторів, які планують довгострокове вкладання коштів та використовують доволі ризиковану стратегію, щоб досягти максимально можливого рівня прибутковості інвестицій.	до 80% – акції; до 20% – грошові кошти і депозити
РІО Global “Преміум-фонд збалансований”	Фонд змішаних інвестицій для тих інвесторів, які надають перевагу збалансованому поєднанню ризику і потенціалу інвестицій	27% – акції; 26% – облігації підприємств; 3% – грошові кошти; 44% – інші активи

ють керуючі компанії), або правом довірчої власності (як *довірчі пайові фонди*), або статутом (як *інвестиційні компанії*).

Ліцензія надається *довірчому пайовому фонду* лише у тому випадку, якщо компетентними органами влади ухвалено керуючу компанію, правила фонду та вибір депозитарію.

Інвестиційна компанія може отримати ліцензію тільки якщо компетентними органами влади ухвалено документи про створення

інвестиційної компанії як юридичної особи (інструменти інкорпорації) та про вибір депозитарію.

Управління компаніями у формі довірчих пайових фондів/спільних фондів і/або інвестиційних компаній здійснює *керуюча компанія*, яка має володіти мінімальним початковим капіталом у 125 тис. євро.

Коли вартість портфелів керуючої компанії перевищує 250 млн. євро, необхідно зобов'язати керуючу компанію надати додаткову суму власних коштів. Додаткова сума власних коштів має дорівнювати 0,02% від суми, на яку вартість портфелів керуючої компанії перевищує 250 млн. євро. Однак необхідна сума початкового капіталу не має перевищувати 10 млн. євро.

Інвестиційна компанія може отримати ліцензію, не призначаючи керуючу компанію, крім випадків, якщо вона володіє достатнім початковим капіталом у 300 тис. євро.

Кожна держава-член ЄС має створити *правила поведінки*, яких постійно мають дотримуватись керуючі компанії, які отримали ліцензії у даній державі-члені. Такі принципи мають забезпечувати те, що керуюча компанія:

- діє чесно і справедливо при здійсненні своєї ділової діяльності для максимального досягнення інтересів ІСІ, яким вона керує, і цілісності ринку;
- діє з належною майстерністю, турботою і старанністю для максимального досягнення інтересів ІСІ, яким вона керує, і цілісності ринку;
- має і ефективно застосовує ресурси і процедури, необхідні для правильного здійснення її ділової діяльності;
- намагається уникати конфліктів інтересів і, коли їх не можна уникнути, забезпечує те, що до ІСІ, якими вона управляє, відносяться однаково чесно, і вони відповідають всім законним вимогам, які стосуються здійснення його ділової діяльності з метою максимального досягнення інтересів його інвесторів і цілісності ринку.

У 2010 р. прийнято директиву ЄС щодо нормативного врегулювання діяльності *альтернативних інвестиційних фондів (Alternative Investment Funds, AIF)* до яких належать:

- хедж-фонди (hedge funds);
- фонди прямих інвестицій (private equity funds);
- інфраструктурні фонди (infrastructure funds);
- товарні фонди (commodity funds);
- фонди нерухомості (real estate funds).

Про необхідність врегулювання діяльності цих фондів свідчить масштаб їх діяльності – в 2008 р. сектор альтернативних інвестиційних фондів в ЄС склав 2 трлн. євро.

Відомий американський банківський фахівець Алан Грінспен у своїй праці “*Епоха потрясінь*” стверджує, що за хедж-фондами та фондами прямих інвестицій майбутнє, оскільки вони є основними постачальниками ліквідності. Хедж-фонди оновлюють свої портфелі так швидко, що баланс, складений ввечері, може не мати ніякого відношення до балансу наступного ранку.

У США функціонують такі види інвестиційних фондів:

1) *об'єднані інвестиційні трасти (UIT, Unit Investment Trust)* – це компанії, які протягом всього строку існування володіють портфелем цінних паперів визначеного розміру і структури та випускають сертифікати, які можна продати трасту за ціною, що визначається на основі вартості чистих активів. Більшість інвестиційних трастів володіють цінними паперами з фіксованою доходністю (як правило, муніципальних облігацій) та ліквідуються, коли завершується строк обігу паперів у портфелі;

2) *керуючі інвестиційні компанії (managed investment companies)*, які відрізняються від UIT необхідністю укладання договору про управління фондом з керуючою компанією та дотриманням визначених вимог щодо диверсифікації активів. Ці інвестиційні компанії поділяються на такі види:

- *відкриті інвестиційні фонди (open-end funds)*, які функціонують як *взаємні фонди (mutual funds)* і зобов'язуються в будь-який час викуповувати свої цінні папери за ціною, яка рівна вартості їх чистих активів, а також пропонують по-

стійно нові власні цінні папери для публічного розміщення за ціною, що дорівнює вартості їх чистих активів;

- *закриті інвестиційні фонди* (closed-end funds) не здійснюють викуп своїх цінних паперів у будь-який час за бажанням інвестора. Більшість фондів такого типу не обмежені за строком діяльності. Вони емітують фіксовану кількість цінних паперів, які щоденно котируються на фондових біржах та продаються за ціною, визначеною ринком;

3) *біржові індексні фонди* (ETF, Exchange Traded Fund) є гібридом інших інвестиційних компаній та можуть бути визначені як взаємні фонди або UIT, активи яких формуються відповідно до структури певного фондового індексу. Проте їх цінні папери щоденно торгуються на фондовому ринку та продаються за ринковими цінами, а не за цінами, визначеними на основі вартості чистих активів фонду.

СТРАХОВІ КОМПАНІЇ. Першим центром цивілізованого страхування вважають Північну Італію, яка займала, починаючи з XIII ст., чільні місця в морській торгівлі, банківській справі та вексельних операціях. Італія вплинула на розвиток страхування в Іспанії, Франції, Німеччині, Англії й Нідерландах.

У XVII ст. виникло перше страхове товариство в галузі морського страхування у Франції (1686 р., Париж). Потім страхові товариства з'явилися і в інших країнах: в Італії (Генуя – 1741 р.), в Данії (1746 р.), у Швеції (1750 р.) тощо.

На початку XVIII ст. в Англії виникло комерційне страхування життя, яке використовувало найновіші на той час досягнення статистики та математики (наприклад, таблиці смертності: англійського астронома Галлея – 1663 р., французького математика Депарсе'є – 1746 р.).

Найавторитетніше місце в історії страхових відносин посіла асоціація Ллойда. Історія корпорації Ллойда пов'язана з іменем Едварда Ллойда – власника кав'ярні, відкритої ним у 1688 р. поблизу лондонського порту. Кав'ярня Ллойда поступово перетворювалася на морський клуб, де укладали різноманітні торгові угоди, угоди взаємного страхування, проходило фрахтування суден.

13 грудня 1771 р. 79 купців уклали угоду щодо надання Ллойду організаційної форми. Корпорація Ллойда почала діяти як приватна

організація, якою керував Комітет, але ця організація ще не мала юридичного статусу.

З 1871 р. ця організація після прийняття закону Парламентом Великобританії виступала як страхова корпорація, що займалася морським страхуванням. У 1911 р. Парламент дозволив корпорації Ллойда проводити всі види страхування.

В Україну класичне страхування прийшло із Західної Європи ще в XVIII ст. з виникненням філій англійських страхових компаній. У 1857 р. в Одесі було створено Російське товариство пароплавства і торгівлі, величина страхового капіталу якого становила 1 млн. рублів. Цей фонд застосовували при страхуванні суден.

На території Галичини та Буковини у 1861 р. розпочало свою діяльність “Краківське товариство взаємного страхування”, назване “Флоріанкою”. З 1869 р. товариство розпочало страхування життя. У 1891 р. було ухвалено рішення про відкриття Кооперативного товариства взаємного страхування “Дністер”. Проте перші страхові операції “Дністер” здійснив лише після 15.09.1892 р. Це було початком формуванню страхового ринку України.

У часи СРСР до 1988 р. в Україні існувала монополія двох державних страхових компаній: Держстраху та Індержстраху (іноземне страхування), діяльність яких мала державно-регулятивний характер, що передбачав значні надходження до бюджету від страхових платежів та виділення з бюджету (у разі необхідності) грошових коштів на здійснення страхових виплат.

У травні 1993 р. прийнято Декрет Кабінету Міністрів України “Про страхування”, яким визначено порядок створення та діяльності страхових компаній. У 1996 р. було прийнято Закон України “Про страхування”.

Страхова компанія виконує функції інвестора при вкладенні коштів страхових резервів в інвестиційні активи, а також споживачем інвестицій при залученні коштів для страхування життя та при формуванні (збільшенні) статутного капіталу за рахунок продажу акцій.

Страхові компанії формують *страхові резерви* з метою забезпечення майбутніх виплат страхових сум і страхового відшкодування залежно від видів страхування. Кошти страхових резервів мають

розміщуватися з урахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості.

Механізм здійснення інвестицій страховими компаніями відображено на рис. 2.7.

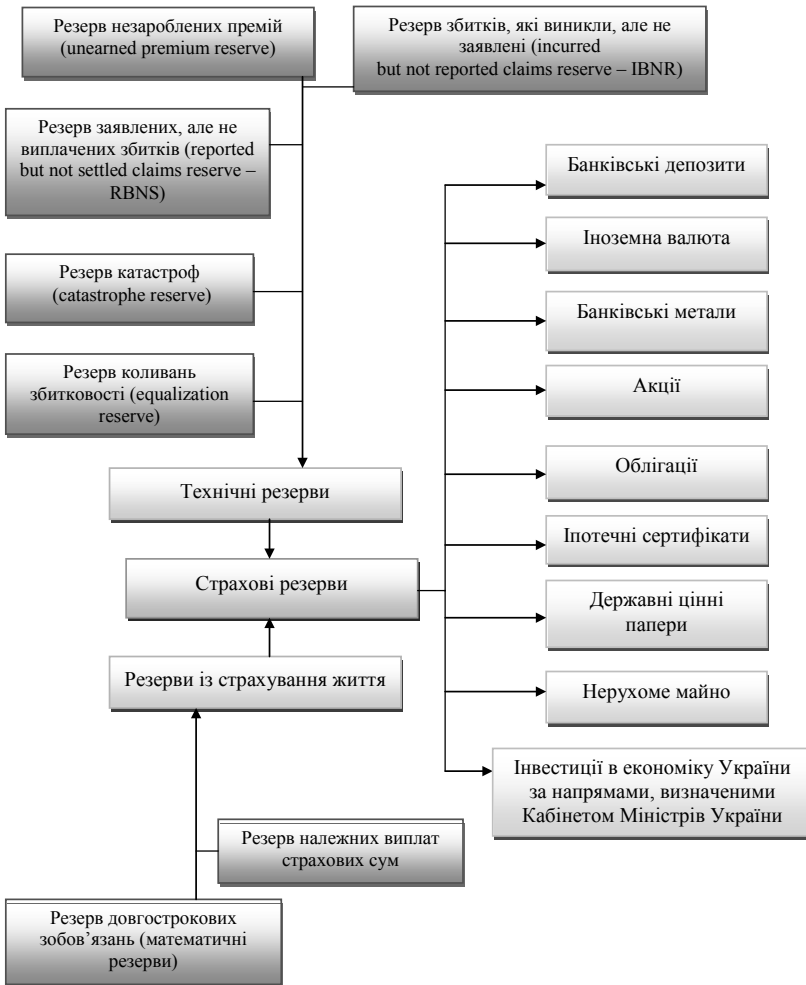


Рис. 2.7. Напрями інвестицій страхових резервів (відповідно до законодавства України)

Головною особливістю накопичувального страхування життя є повернення після закінчення строку договору накопиченої страхової суми та отримання інвестиційного доходу.

Зазначена у договорі страхування життя величина *інвестиційного доходу не має перевищувати 4% річних*.

Договором страхування життя обов'язково передбачається збільшення розміру страхової суми та розміру страхових виплат на суми (бонуси), які визначаються страховиком один раз на рік за результатами отриманого інвестиційного доходу від розміщення коштів резервів зі страхування життя за вирахуванням витрат страховика на ведення справи у розмірі до 15% отриманого інвестиційного доходу та обов'язкового відрахування в математичні резерви частки інвестиційного доходу, що відповідає розміру інвестиційного доходу, який застосовується для розрахунку страхового тарифу за цим договором страхування та у разі індексації розміру страхової суми та розміру страхових виплат за офіційним індексом інфляції, відрахування в математичні резерви частки інвестиційного доходу, що відповідає такій індексації.

Таким чином, вкладення в поліси страхування життя дають змогу отримати додатковий дохід, що дозволяє за економічним змістом визначити такі вкладення як інвестиції.

Страховики, які отримали ліцензію на страхування життя, не мають права займатися іншими видами страхування.

При виборі форми отримання страхової виплати сторони можуть домовитись про здійснення виплати як одноразово, так і у вигляді ануїтетів, які є регулярними, послідовними страховими виплатами, що здійснюються протягом обумовленого періоду часу або довічно. При цьому страхувальник може обрати ануїтетні виплати протягом фіксованого періоду або одну з трьох форм здійснення пожиттєвих ануїтетних виплат:

1. *Пожиттєвий ануїтет без права наслідування частини страхового резерву*. Такий вид ануїтету передбачає, що виплати здійснюються без обмеження строку поки жива застрахована особа і припиняються у випадку її смерті. Виплата залишків страхового резерву або наслідування виплат цим видом ануїтету не передбачені.

2. *Пожиттєвий анuitет з правом наслідування частини страхового резерву.* У цьому випадку виплата анuitетів здійснюється поки застрахована особа жива. Після її смерті в період виплат анuitету вигодонабувач або спадкоємці застрахованої особи успадковують частину нерозподіленого страхового резерву за таким договором – тобто резерв за мінусом виплат, що вже були здійснені. Така частина нерозподіленого страхового резерву виплачується вигодонабувачу (спадкоємцям) у вигляді анuitетів у розмірі та на строк, обумовлений сторонами безпосередньо перед початком їх виплати. Якщо після успадкування вигодонабувач (або спадкоємці Застрахованої особи) помирає, договір страхування припиняє свою дію.

3. *Пожиттєвий анuitет з гарантованим періодом.* Виплата анuitетів здійснюється поки застрахована особа жива. Після смерті застрахованої особи виплата анuitетів здійснюється протягом гарантованого періоду. Гарантований період визначається залежно від статі застрахованої особи і на сьогодні, наприклад у компанії “ТАС”, становить 15 років для чоловіків та 17 років для жінок.

У разі дострокового припинення дії договору страхування життя страхова компанія виплачує страхувальнику *викупну суму*, яка розраховується математично на день припинення договору страхування життя залежно від періоду, протягом якого діяв договір страхування життя, згідно з методикою, яка проходить експертизу в Національній комісії, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг, здійснена актуарієм і є невід'ємною частиною правил страхування життя.

В Європейському Союзі відповідно до Директиви 2009/138/ЄС “Про початок і ведення діяльності у сфері страхування і перестраховування” (Solvency II) страхові та перестраховальні організації інвестують власні активи відповідно до принципу “розумної поведінки”, який включає такі елементи:

- страхові та перестраховальні організації мають інвестувати лише в активи та інструменти, ризики яких організація може належним чином ідентифікувати, визначити, спостерігати, керувати, контролювати і звітувати, та зважати на оцінювання загальних потреб платоспроможності;

- усі активи, зокрема ті, що покривають мінімальний необхідний та необхідний платоспроможний капітал, мають бути інвестовані таким чином, що гарантувати безпеку, якість, ліквідність та рентабельність портфеля загалом;
- активи для покриття технічних резервів мають також бути інвестовані відповідно до походження та тривалості страхових і перестраховальних пасивів. Ці активи мають бути інвестовані в інтересах власників полісів та бенефіціарів, враховуючи будь-які названі завдання страхового полісу;
- у разі конфлікту інтересів, страхові організації або юридична особа, яка управляє їхнім портфелем активів, мають забезпечити, щоб інвестиції були зроблені в інтересах власників полісів та бенефіціарів;
- активи мають бути належним чином диверсифіковані таким чином, щоб уникнути надмірної впевненості в будь-якому окремому активі, емітенті цінних паперів чи групі організацій, або географічному регіоні та надмірного нагромадження ризиків у портфелі загалом;
- інвестиції в активи, випущені тим самим емітентом чи емітентами, що належать до однієї групи, не мають піддавати страхові організації надмірній концентрації ризику.

Відповідно до Директиви Solvency II держави-члени ЄС не повинні вимагати від страхових та перестраховальних організацій інвестувати в певну категорію активів.

ПЕНСІЙНІ ФОНДИ. Прототипи пенсійного забезпечення було створено ще за часів Юлія Цезаря, коли було впроваджено систему військових пенсій.

Перша організована державою система пенсій за віком, зайнятих у приватному секторі, була введена у Німеччині Отто фон Бісмарком у 1889 р.

Перші пенсійні фонди в Італії зародились у кредитно-банківській сфері. У 1779 р. банк “Монте дей Паскі ді Сієна” виплачував своїм службовцям пенсії по старості.

У США пенсійні програми були створені на залізниці в 1875 р. компанією American Express Company, а потім в 1880 р. – Baltimore

and Ohio Railroad. Перший сучасний недержавний пенсійний фонд було створено 1950 р. компанією General Motors.

На території Російської імперії ще у 1827 р. Микола I затвердив Статут про пенсії, яким пенсійне забезпечення впроваджувалося для окремих видів державних службовців.

Державні пенсії доповнювались виплатами з емеритальних (слово “емеритур” означає “вислуга років”), а трохи пізніше – ощадно-допоміжних кас і пенсійних кас страхового типу, попередників недержавних пенсійних фондів, утворених різними відомствами за ініціативою уряду.

У 1897 р. було затверджене Положення про пенсійні каси службовців і робітників у приватних кредитних установах, торгово-промислових підприємствах і страхових товариствах.

Наприкінці XIX ст. на території України діяло більше 200 емеритальних, пенсійних і страхових кас (жодна не збанкрутувала з причин власної діяльності). Перша емеритальна каса в Україні з'явилась 25 червня 1859 р. в м. Києві – емеритальна каса військово-сухопутного відомства.

У 1911 р. професор Чернівецького університету Стефан Смаль-Стоцький створив Товариство взаємного страхування життя і пенсій “Карпатія” (враховуючи попередній негативний досвід компанії такого типу “Любов”).

Комісія Європейського Союзу з розробки уніфікованої соціальної політики для країн ЄС виокремлює дві основні моделі соціального захисту населення:

1. “Бісмарковська” модель передбачає жорсткий зв'язок між рівнем соціального захисту, обсягами соціальної допомоги та тривалістю особистої професійної діяльності людини. Матеріальною основою існування такої моделі є створення страхових кас підприємцями-працедавцями (або найманими працівниками). До цих кас надходять відрахування із заробітної плати у встановленому законодавством тієї чи іншої країни (або колективним договором) розмірі.

2. “Бевериджська” модель соціального захисту (ґрунтується на Доповіді Беверіджа у 1942 р.) фінансується через видатки з державного бюджету, і в ній переважає принцип національної солідарності.

На сучасному етапі у чистому вигляді ні “бісмарковська”, ні “бевериджська” моделі соціального захисту населення в Європі не зустрічаються.

Традиційно системи пенсійного забезпечення в країнах ЄС поділяють на три рівні (“pillars”):

1-й рівень – державне пенсійне забезпечення з обов’язковою участю. Пенсійні схеми фінансуються за солідарним принципом (“pay-as-you-go, PAYG”), поточні пенсійні виплати особам здійснюються за рахунок поточних пенсійних внесків інших працівників (активи мають відповідати поточним зобов’язанням). Пенсійні виплати гарантуються державою, вся система управляється державною установою.

2-й рівень – “професійні” (occupational) пенсійні схеми, що характеризуються наявністю зв’язку з трудовою зайнятістю особи або певною професійною діяльністю. Членство у таких схемах обмежується працівниками, зайнятими в конкретній галузі, на підприємстві або визначеними за родом їхньої професійної діяльності. Такі пенсійні схеми адмініструються недержавними установами та не гарантуються державою. Як правило, пенсійні внески здійснюються одночасно роботодавцем та працівником на фондованій основі, тобто шляхом накопичення та інвестування заощаджень з метою отримання відповідних виплат у майбутньому.

3-й рівень – персональні пенсійні схеми, що ґрунтуються на прямих відносинах працівника з особами, що надають фінансові послуги (переважно, стосується страхування життя тощо).

В європейській практиці розрізняють такі види недержавних пенсійних схем:

1. *Пенсійна схема зі встановленими внесками (“defined contributions”, DC)* – схема, де наперед визначаються розміри пенсійних внесків. Рівень пенсійних виплат визначається накопиченою сумою та отриманим інвестиційним доходом на накопичені пенсійні активи. Таким чином, ризики, пов’язані з розміром виплат, несе особа, на користь якої здійснювались внески.

2. *Пенсійна схема зі встановленими виплатами (“defined benefits”, DB)* – схема, де встановлюється гарантований рівень виплат

(як правило, у вигляді процента від заробітної плати за певний час із можливістю врахування інших параметрів, наприклад стажу). Ризики несе платник (роботодавець), який гарантує додаткове покриття пенсійних зобов'язань перед учасником (отримувачем виплат) у разі недостатності накопичених активів та(або) невдалого інвестування.

3. *Гібридні (змішані) схеми* – містять елементи двох попередніх.

У ролі інвесторів пенсійних коштів в Україні можуть виступати:

- *недержавні пенсійні фонди*, залучивши кошти шляхом укладання контрактів між адміністраторами пенсійних фондів та вкладниками таких фондів;
- *страхові організації*, які уклали договори страхування довічної пенсії, страхування ризику настання інвалідності або смерті;
- *банківські установи*, які уклали договори про відкриття пенсійних депозитних рахунків для накопичення пенсійних заощаджень у межах суми, визначеної для відшкодування вкладів Фондом гарантування вкладів фізичних осіб.

Недержавний пенсійний фонд (НПФ) – юридична особа, яка має статус неприбуткової організації, функціонує лише з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам фонду.

Недержавні пенсійні фонди поділяються на:

1) відкриті, учасниками яких можуть бути будь-які фізичні особи незалежно від місця та характеру їх роботи;

2) корпоративні, засновниками яких є юридичні особи-роботодавці та до яких можуть приєднуватися роботодавці-платники. Учасниками цих фондів можуть бути лише фізичні особи, які перебувають у трудових відносинах з роботодавцями-засновниками та роботодавцями-платниками цих фондів;

3) професійні, засновниками яких можуть бути об'єднання юридичних осіб-роботодавців, об'єднання фізичних осіб, в т. ч. профспілки, або фізичні особи, пов'язані за родом їх професійної діяльності. Учасниками таких фондів можуть бути лише фізичні особи, пов'язані за родом їх професійної діяльності, визначеної у статутах фондів.

Недержавний пенсійний фонд укладає відповідні договори з адміністратором пенсійного фонду, банком-зберігачем, компанією з управління активами. Від імені пенсійного фонду адміністратор здійснює персоніфікований облік пенсійних рахунків, які він відкриває на підставі укладених контрактів із вкладниками пенсійного фонду. Вкладник здійснює пенсійні внески на рахунок пенсійного фонду в банку-зберігача. Накопичені пенсійні кошти вкладаються у визначені інвестиційною декларацією інвестиційні активи компанії з управління активами. Пенсійні активи обліковуються у банку-зберігачі. При настанні відповідних строків згідно з пенсійним контрактом адміністратор (на підставі доручення банку-зберігача) здійснює пенсійні виплати учасникам фонду (рис. 2.8).

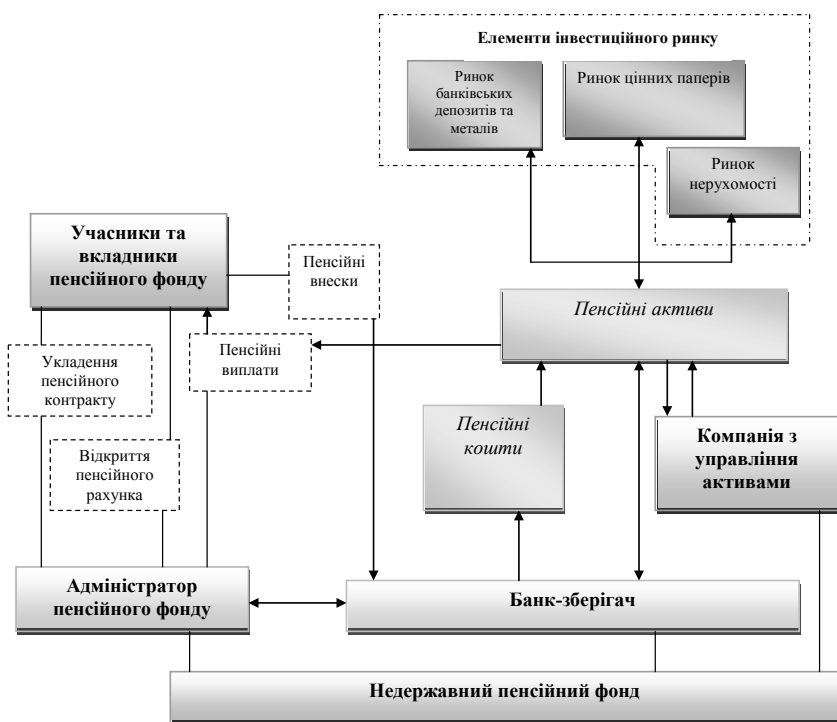


Рис. 2.8. Механізм діяльності недержавних пенсійних фондів

Пенсійні активи можуть бути сформовані за рахунок інвестицій у такі види цінних паперів:

1) цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами;

2) акції, які пройшли лістинг на фондовій біржі;

3) облігації та іпотечні облігації українських емітентів, кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за національною шкалою або які пройшли лістинг на фондовій біржі;

4) цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав;

5) облігації іноземних емітентів з інвестиційним рейтингом;

6) акції іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська або у торговельно-інформаційній системі NASDAQ. Емітент цих акцій має провадити свою діяльність не менше ніж протягом 10 років і бути резидентом країни з відповідним рейтингом зовнішнього боргу.

Обмеження щодо структури активів недержавних пенсійних фондів наведено на рис. 2.9.

Купівля-продаж акцій, облігацій українських емітентів особами, що здійснюють управління активами пенсійного фонду, провадиться *виключно* на фондовій біржі.

Пенсійні активи пенсійного фонду в цінних паперах не можуть включати:

1) цінні папери, емітентами яких є зберігач, особи, що здійснюють управління пенсійними активами, адміністратор, аудитор та особи, що надають консультаційні, агентські або рекламні послуги, з якими пенсійним фондом укладено відповідні договори, та їх пов'язані особи, засновники пенсійного фонду;

2) цінні папери, які не пройшли лістинг на фондовій біржі (крім випадків, коли кредитний рейтинг облігацій відповідає інвестиційному рівню за національною шкалою);

3) цінні папери, емітентами яких є інститути спільного інвестування;

4) векселі;

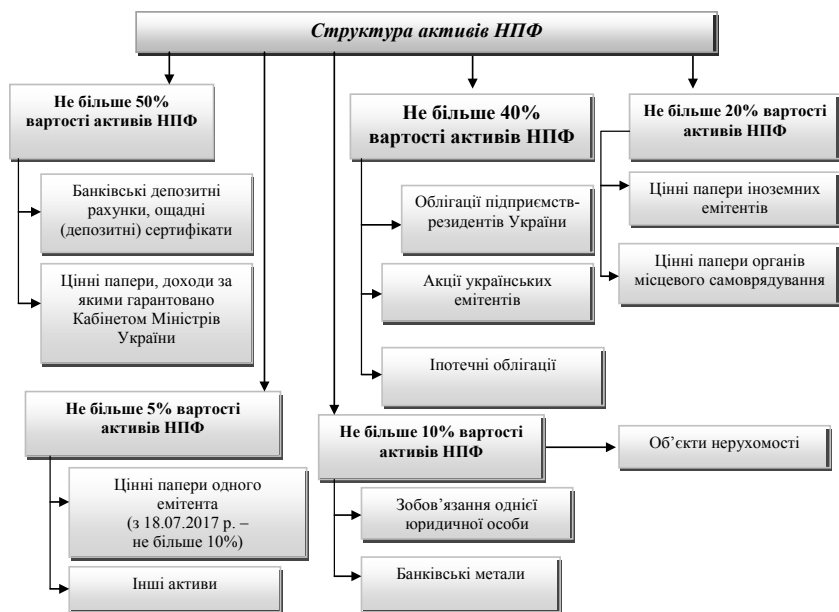


Рис. 2.9. Схема законодавчих обмежень щодо структури активів недержавних пенсійних фондів в Україні

5) похідні цінні папери та ін.

В ЄС у 2003 р. було прийнято Директиву 2003/41/ЄС “Про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними” (IORP Directive).

Відповідно до цього документа “установа трудового пенсійного забезпечення” (Institutions for occupational retirement provision, IORP) означає установу, незалежно від її правової форми, яка працює на засадах фінансового забезпечення (на основі вкладів), створена окремо від будь-якого підприємства-спонсора або групи осіб у цілях надання пенсій за віком у контексті професійної діяльності на основі угоди або договору, укладеного:

- індивідуально або колективно між роботодавцем та працівником, або їхніми представниками;
- із самозайнятими особами з дотриманням законодавства держави-члена походження та держави-члена місця веден-

ня діяльності, та яка займається діяльністю, що безпосередньо з них впливає.

Кожна держава-член ЄС має забезпечувати юридичне відокремлення підприємства-спонсора (платник внесків у IORP) та установи трудового пенсійного забезпечення, щоб захистити активи установи в інтересах її членів та бенефіціарів на випадок банкрутства підприємства-спонсора.

Інвестиційна політика IORP є вирішальним фактором як надійності, так і доступності трудових пенсій. Отже, установи мають складати та принаймні раз на три роки переглядати заяву про принципи інвестування. Вона підлягає наданню компетентним органам, а також на відповідний запит членам і бенефіціарам (отримувачам пенсійних виплат) кожної пенсійної схеми.

Установи є довгостроковими інвесторами. Вилучення активів таких установ не може, як правило, здійснюватися в будь-яких інших цілях, окрім виплати пенсій за віком. Крім того, для адекватного захисту прав членів та бенефіціарів, установи повинні мати можливість обрати таку структуру активів, яка чітко відповідає природі та строковості їхніх зобов'язань. Ці аспекти роблять необхідними ефективний нагляд та такий підхід до правил інвестування, який надає установам достатню гнучкість в ухваленні рішень про найбезпечнішу та найефективнішу політику інвестування, й зобов'язує їх діяти обачливо. Таким чином, дотримання правила *“обачливої особи”*, вимагає проведення інвестиційної політики відповідно до структури членів конкретної установи трудового пенсійного забезпечення.

Держави-члени ЄС повинні вимагати від IORP вкладати кошти згідно з такими правилами:

- активи інвестуються в інтересах членів та бенефіціарів;
- активи інвестуються так, щоб забезпечити захищеність, якість, ліквідність і прибутковість портфеля загалом;
- активи переважно інвестуються на регульованих ринках;
- вкладення в деривативні інструменти є можливими настільки, наскільки вони сприяють зниженню інвестиційних ризиків або забезпечують ефективне управління портфелем;

- активи диверсифікуються належним чином так, щоб уникнути надмірної залежності від будь-якого конкретного активу, емітента або групи підприємств, та накопичення ризику у портфелі загалом;
- інвестиції в підприємство-спонсор не мають перевищувати 5% портфеля загалом, а якщо підприємство-спонсор належить до групи, то інвестиції в підприємства, що належать до тієї самої групи, що й підприємство-спонсор, не мають перевищувати 10% портфеля.

§ 4. Допоміжні учасники інвестиційної діяльності

Серед учасників, які сприяють інвестиційній діяльності, можна виокремити:

- інжинірингові компанії;
- девелоперські установи;
- компанії з оцінки майна;
- ріелторські фірми;
- рейтингові агентства;
- актуарії.

Інжинірингові компанії здійснюють надання послуг (виконання робіт) із складення технічних завдань, проектних пропозицій, проведення наукових досліджень і техніко-економічних обстежень, виконання інженерно-розвідувальних робіт з будівництва об'єктів, розроблення технічної документації, проектування та конструкторського опрацювання об'єктів техніки і технології, надання консультації та авторського нагляду під час монтажних та пусканалагоджувальних робіт, а також надання консультацій, пов'язаних із такими послугами (роботами).

Згідно з визначенням Європейської економічної комісії ООН комплексний інжиніринг включає:

- консультативний (чистий) інжиніринг, пов'язаний з інтелектуальним внеском з метою проектування об'єктів, розробки планів будівництва і контролю за проведенням робіт;

- технологічний інжиніринг, який полягає в наданні замовнику технологій, необхідних для будівництва об'єкта та його експлуатації (договір на передачу виробничого досвіду і знань, передачу технологій тощо);
- будівельний (загальний) інжиніринг, який належить до проектування і постачання обладнання та техніки або монтажу устаткування, включаючи всі необхідні інженерні роботи.

Перелік основних видів інжинірингових послуг наведено в табл. 2.5.

Таблиця 2.5.

Типи інжинірингових послуг (міжнародна термінологія)

№ з/п	Міжнародна термінологія	Вітчизняна термінологія
1	Feasibility study	Техніко-економічне обґрунтування проекту
2	FEED (Front-End-Engineering Design)	Розширений базовий проект
3	EPC (Engineering, Procurement, Construction)	Проектування, закупівля та доставка обладнання, будівництво
4	EPCM (Engineering, Procurement, Construction, Management)	Проектування, закупівля та доставка обладнання, управління будівництвом
5	PCM (Project Consultancy Management)	Консультаційні послуги з управління проектом
6	EPCM and Commissioning	Проектування, закупівля і доставка обладнання, управління будівництвом, введення в експлуатацію
7	Basic Design Package, Basic of Design, Basic Data, Basic Engineering Data Package	Базові дані, що надаються ліцензіаром для проектування технологічних установок
8	Detailed Design	Робочі креслення, робочий проект
9	Detailed Engineering	Робочі креслення
10	Design, supply and erection	Розробка загальної технологічної схеми, постачання та монтаж обладнання
11	Owners`s engineer	Послуги з організації проектування, що надаються інвестору, який не є спеціалістом у сфері інжинірингу

У міжнародній практиці виокремлюють такі види інжинірингових фірм:

- інженерно-консультаційні – надають послуги без наступних поставок обладнання;
- інженерно-будівельні – можуть надавати весь комплекс послуг, які пов’язані зі створенням промислових та інших об’єктів на умовах “під ключ”;
- консультативні – надають послуги з управління підприємствами, комп’ютерних технологій, організації виробництва, збуту тощо;
- інженерно-дослідницькі – спеціалізуються на розробці технологічних процесів та технологій виробництва нових матеріалів.

Девелоперська компанія – це установа, яка комплексно виконує за дорученням замовника (інвестора) функції забудовника на всіх фазах проектного циклу: від дослідження ринку та передінвестиційних досліджень до завершення проекту (введення в експлуатацію).

Девелопмент (від англ. *to develop* – розвивати, розробляти) – це такі якісні матеріальні перетворення в об’єкті нерухомості, які забезпечують перетворення його в новий об’єкт з вищою ринковою вартістю.

Розрізняють два види девелопменту:

- *fee-development* включає організацію будівництва нерухомості девелопером “під ключ” на замовлення інвестора. При цьому девелопер не приймає на себе фінансових ризиків;
- *speculative development* передбачає, що девелопер є одноосібним організатором проекту і розраховує фінансову схему проекту, вкладаючи власні кошти в проект.

Основними завданнями діяльності девелоперських компаній є такі:

- 1) проектний аналіз з оцінкою ефективності та ризиків;
- 2) підготовка та оформлення дозвільної документації;
- 3) вибір схеми фінансування;
- 4) підбір учасників проекту на тендерній основі;
- 5) організація будівництва;
- 6) виробнича та транспортна логістика;

7) координація роботи всіх учасників проекту в єдиному технологічному режимі;

8) забезпечення технічного нагляду та системного управління якістю проекту на основі методів TQM (Total Quality Management – Комплексне управління якістю) відповідно до стандартів ISO 9000;

9) юридичне оформлення проекту;

10) організація введення в експлуатацію та сервісне обслуговування.

Здійснення інвестицій в нерухоме та рухоме майно потребує обов'язкового незалежного оцінювання. Це пояснюється тим, що Законом України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні” визначено обов'язковість оцінки майна щодо оподаткування, а купівля-продаж цього майна передбачає здійснення відповідних платежів до бюджету.

Суб'єктами оціночної діяльності є:

- суб'єкти господарювання – фізичні особи-суб'єкти підприємницької діяльності, а також юридичні особи, у складі яких працює хоча б один оцінювач, та які отримали сертифікат суб'єкта оціночної діяльності;
- органи державної влади та місцевого самоврядування, які отримали повноваження на здійснення оціночної діяльності в процесі виконання функцій з управління та розпорядження державним (комунальним) майном, та у складі яких працюють оцінювачі.

Оцінювачами можуть бути фізичні особи, які склали кваліфікаційний іспит та одержали кваліфікаційне свідоцтво оцінювача.

Рішення про видачу сертифікатів та кваліфікаційних свідоцтв щодо оціночної діяльності приймається Фондом державного майна України.

Оціночна діяльність може здійснюватися у таких формах:

- практична діяльність з оцінки майна;
- консультаційна діяльність;
- рецензування звіту про оцінку майна (акта оцінки майна), яке полягає в їх критичному розгляді та наданні висновків щодо їх повноти, правильності виконання та відповідності

застосованих процедур оцінки майна вимогам нормативно-правових актів з оцінки майна тощо.

Рейтингове агентство – це юридична особа, яка надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні інформаційно-аналітичних послуг, пов’язаних із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів.

Рейтингові агентства відіграють важливу роль на світових ринках цінних паперів та банківських послуг, оскільки кредитні рейтинги є одним з джерел отримання інформації інвесторами, позичальниками, емітентами та урядами для прийняття та фінансово-інвестиційних рішень.

Інституційні інвестори можуть використовувати ці рейтинги як основу для розрахунків капіталів, необхідних для збереження платоспроможності або для розрахунку ризиків інвестиційної діяльності.

Рейтингова оцінка характеризує рівень спроможності емітента цінних паперів своєчасно та в повному обсязі виплачувати проценти і основну суму за борговими зобов’язаннями відносно боргових зобов’язань інших позичальників.

В Україні рейтингові агентства можуть здійснювати свою діяльність на основі отримання статусу “уповноваженого” агентства від Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Вимогами до отримання цього статусу є наявність досвіду роботи не менше 1 року у зазначеній сфері, статутний капітал у розмірі не менше 2500 мінімальних заробітних плат тощо.

Рейтингову оцінку агентства здійснюють на підставі “Національної рейтингової шкали”, затвердженої Кабінетом Міністрів України від 26.04.2007 р. № 665.

Національна рейтингова шкала – шкала, яка поділена на визначені групи рівнів та рівні, кожен з яких характеризує здатність позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати проценти і основну суму за своїми борговими зобов’язаннями, а також його платоспроможність.

Національна шкала кредитних рейтингів дає змогу оцінити кредитний ризик позичальника – регіону, органу місцевого само-

врядування, суб'єкта господарювання та окремих боргових інструментів – облігацій, векселів, позичок.

Кредитний рейтинг позичальника характеризує рівень його спроможності своєчасно та в повному обсязі виплачувати проценти і основну суму за борговими зобов'язаннями.

Кредитний рейтинг боргового інструменту характеризує рівень спроможності емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за таким інструментом і може бути як нижчим, так і вищим від рейтингу позичальника (за наявності обставин, що зменшують кредитний ризик, – застави, гарантії, що надаються третьою особою).

Під час проведення рейтингової оцінки суб'єкта господарювання проводиться якісний та кількісний аналіз результатів його фінансово-господарської діяльності, визначається їх відповідність законодавству, стратегія розвитку суб'єкта, його конкурентоспроможність та становище на ринку, кваліфікація та спеціалізація працівників, технології виробництва продукції (робіт, послуг).

За станом на жовтень 2013 р. уповноваженими рейтинговими агентствами були:

- ТОВ “Рейтингове агентство “ІВІ – Рейтинг”;
- ТОВ “РЮРІК”;
- ТОВ “РЕЙТИНГОВЕ АГЕНТСТВО “ЕКСПЕРТ – РЕЙТИНГ”;
- ТОВ “Кредит-Рейтинг”;
- ТОВ “Українське кредитно-рейтингове агентство”;
- ТОВ “Рейтингове агентство “Стандарт-Рейтинг”.

Крім того, провідні міжнародні рейтингові агентства (Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard and Poor's) мають дозвіл НКЦПФР здійснювати рейтингове оцінювання на основі національної шкали.

Визначення рейтингової оцінки потребують усі види боргових та іпотечних емісійних цінних паперів, які можуть розповсюджуватися шляхом публічного розміщення, купуватися та продаватися на фондовій біржі, крім державних цінних паперів та цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою.

Таблиця 2.6.

**Національна рейтингова шкала
щодо довгострокових кредитних рейтингів**

Шкала	Характеристика
<i>1. Інвестиційні рівні</i>	
uaAAA	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaAAA характеризується найвищою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
uaAA	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaAA характеризується дуже високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
uaA	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaA характеризується високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності чутливий до впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
uaBBB	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaBBB характеризується достатньою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності залежить від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<i>2. Спекулятивні рівні</i>	
uaBB	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaBB характеризується кредитоспроможністю нижчою ніж достатня порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
uaB	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaB характеризується низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Дуже висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
uaCCC	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaCCC характеризується дуже низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Потенційна вірогідність дефолту
uaCC	Позичальник або окремий борговий інструмент з рейтингом uaCC характеризується високою вірогідністю дефолту
uaC	Позичальник очікує дефолт за борговими зобов'язаннями
uaD	Дефолт. Виплата процентів і основної суми за борговими зобов'язаннями позичальника припинена без досягнення згоди з кредиторами щодо реструктуризації заборгованості до настання строку платежу

В ЄС діяльність рейтингових агентств регулюється Регламентом ЄС № 1060/2009 стосовно кредитно-рейтингових агенцій, в якому, зокрема, визначені такі норми:

1. Для запобігання потенційних конфліктів інтересів кредитно-рейтингові агенції зосереджують свою професійну діяльність на присвоєння кредитних рейтингів. Кредитно-рейтинговій агенції не дозволяється консультувати або надавати дорадчі послуги.

2. Кредитно-рейтингові агенції використовують рейтингові методології, які характеризуються точністю, систематичністю, тривалою дією та піддаються оцінюванню, у тому числі з використанням відповідного історичного досвіду та бектестінгу.

3. Кредитно-рейтингові агенції мають розкривати громадськості інформацію про методологію, моделі та головні рейтингові припущення, які вони використовують у своїй кредитно-рейтинговій діяльності. Рівень деталізації при розкритті інформації стосовно моделей повинен надавати користувачам кредитних рейтингів достатньо інформації для того, щоб вони могли здійснити власне всебічне дослідження для оцінки надійності чи ненадійності цих кредитних рейтингів. Водночас розкриття інформації щодо моделей не має висвітлювати комерційну інформацію конфіденційного характеру або серйозно перешкоджати інноваціям.

4. Кредитно-рейтингова агенція повинна докладати всіх необхідних зусиль для того, щоб жодний поточний або потенційний конфлікт інтересів або ділові стосунки за участю кредитно-рейтингової агенції, що присвоює кредитний рейтинг, її менеджерів, рейтингових аналітиків, працівників, будь-яких інших фізичних осіб, чії послуги знаходяться у розпорядженні або під контролем кредитно-рейтингової агенції, або за участю будь-якої іншої особи, безпосередньо або опосередковано пов'язаної з нею через контроль, не впливав на присвоєння кредитного рейтингу.

5. Для підсилення прозорості кредитних рейтингів та зміцнення захисту інвесторів кредитно-рейтингові агенції проходить реєстрацію та подають звітність до Комітету європейських органів регулювання цінних паперів (Committee of European Securities Regulators, CESR).

АктUARії працюють у таких сферах діяльності як ціноутворення з метою прибуткової сегментації ринку; надання порад щодо важливості резервів, які є найчастіше важливим пунктом балансового звіту страховика; аналіз програми перестраховування; управління капіталом та інвестиційні стратегії; управління інформаційними системами; бізнес-прогнозування; оцінювання компаній; надання рекомендацій щодо придбання і злиття компаній.

Наприклад, сфери діяльності практикуючих актуаріїв у Великобританії мають наступний вигляд:

- 40% – пенсії;
- 30% – страхування життя;
- 10% – загальне страхування;
- 7,5% – інвестування;
- 12,5% – інші сфери.

Перша актуарна фірма виникла у Великобританії в 1762 р. У наступні роки потреби ринку зумовили збільшення кількості таких фірм.

В Україні в 1908 р. емеритальною касою інженерів шляхів сполучення були виконані актуарні розрахунки на 154 роки – до 2062 р. Методику цих розрахунків розробив професор Київського університету А. Граббе. Її практично без змін використовують сучасні актуарії в країнах ЄС.

З метою координації науково-дослідної роботи, уніфікації методологічної бази у сфері актуарної математики, ефективного обміну досвідом між актуаріями різних країн функціонує “Міжнародна асоціація актуаріїв” (International Actuarielle Association, IAA), створена ще в 1895 р.

Методологія актуарних розрахунків ґрунтується на використанні теорії ймовірностей, демографічної статистики і довгострокових фінансових розрахунків.

АктUARій на основі реальних даних щодо процесу дослідження визначає основні закономірності і тенденції розвитку цього процесу, та за результатами прогнозу визначити певну фінансову операцію, яка забезпечує оптимальні результати (наприклад, максимальний результат при заданому рівні надійності), або в ролі експерта оцінює надійність такої операції.

Актуарні розрахунки використовують моделювання потоку надходжень і платежів з урахуванням багатьох факторів (інфляції, процентних ставок, стану фондового ринку тощо). Це дозволяє розраховувати тарифи, премії та оцінити ризик фінансової діяльності.

На страховому ринку роль актуарія полягає в тому, щоб сформулювати в страхових компаніях гомогенні групи ризиків, використовуючи різні критерії (природа ризику, предмет страхування, розмір страхової суми), а в середині груп ризиків – підгрупи ризиків для уточнення розрахунків. У структурі премії чи страхового тарифу найважливішим елементом є очікувана вартість компенсації, яка має бути забезпечена за рахунок премій (внесків). Очікувану вартість компенсації можна визначити тільки на основі страхової статистики.

Напрями діяльності актуаріїв в інвестиційній сфері включають:

- управління інвестиціями та інвестиційна стратегія, включаючи встановлення відповідності між активами і зобов'язаннями та стратегії щодо похідних фінансових інструментів;
- управління інвестиційними керуючими, включаючи відбір керуючих і вимір ефективності їх діяльності;
- розробка продуктів для інституційних та роздрібних інвесторів;
- управління ризиками, в тому числі на основі методик кількісного контролю;
- побудова індексів (наприклад, індекси серії FT-Actuaries).

Діяльність актуаріїв в Україні регламентується Законом України “Про страхування” та Розпорядженням № 3519 від 8 лютого 2005 року “Про затвердження Кваліфікаційних вимог до осіб, які можуть займатися актуарними розрахунками”.

Для отримання свідоцтва на право здійснення актуарних розрахунків в Україні претендент повинен мати досвід роботи не менше 3-х років з виконання актуарних розрахунків та документи про успішне складання професійних екзаменів, передбачених американською та/або британською екзаменаційними системами.

Контрольні питання

1. Охарактеризуйте сутність інвестиційної діяльності відповідно до вітчизняної нормативно-правової бази.
2. Назвіть основні права та обов'язки інвесторів в Україні.
3. Здійсніть класифікацію інвесторів за критеріями цілей інвестування, тривалістю вкладень, джерел надходження ресурсів.
4. Визначте склад інституційних інвесторів згідно з ESA95.
5. Розкрийте зміст поняття “кваліфікований” інституційний інвестор.
6. Назвіть склад інституційних інвесторів відповідно до законодавства України.
7. Охарактеризуйте моделі діяльності банків на ринку фінансових інвестицій.
8. Опишіть правові норми функціонування в Україні фондів банківського управління.
9. Визначте основні етапи розвитку колективного інвестування на міжнародних ринках капіталу.
10. Розкрийте зміст механізму функціонування інститутів спільного інвестування в Україні.
11. Здійсніть класифікацію та охарактеризуйте зміст основних видів ІСІ за порядком здійснення діяльності та за організаційно-правовою формою.
12. Проаналізуйте в порівняльному аспекті диверсифіковані та недиверсифіковані інвестиційні фонди (в т.ч. венчурні).
13. Охарактеризуйте основні види спеціалізованих ІСІ.
14. Здійсніть порівняння спеціалізованих та кваліфікаційних ІСІ.
15. Перерахуйте об'єкти, в які заборонено вкладати кошти ІСІ.
16. Охарактеризуйте види ІСІ залежно від співвідношення “дохідність-ризик”.
17. Розкрийте особливості нормативно-правового забезпечення діяльності ІСІ в ЄС.
18. Опишіть основні напрямки діяльності інвестиційних фондів відповідно до ринкової практики США.
19. Розкрийте зміст механізму здійснення інвестицій страховими компаніями в Україні.
20. Охарактеризуйте особливості страхових виплат при накопичувальному страхуванні життя.
21. Визначте особливості інвестиційної діяльності страхових компаній ЄС відповідно до Директиви Solvency II.
22. Опишіть рівні системи пенсійного забезпечення в країнах ЄС.
23. Розкрийте зміст недержавних пенсійних схем в європейській практиці.
24. Визначте особливості інвестиційної діяльності IORP в ЄС.
25. Розкрийте нормативно-правові аспекти недержавного пенсійного забезпечення в Україні.

26. Які основні види недержавних пенсійних фондів можна створювати в Україні? Здійсніть їх порівняльний аналіз.
27. Охарактеризуйте структуру пенсійних активів НПФ згідно з вітчизняним законодавством.
28. Розкрийте зміст механізму функціонування НПФ в Україні.
29. В які види цінних паперів заборонено інвестування коштів НПФ в Україні?
30. Охарактеризуйте особливості інжинірингових послуг у сфері інвестицій.
31. Що таке девелопмент? Визначте основні завдання діяльності девелоперських компаній.
32. Охарактеризуйте нормативно-правове забезпечення діяльності суб'єктів оціночної діяльності в Україні.
33. Розкрийте особливості рейтингової діяльності в Україні. Опишіть структуру Національної рейтингової шкали.
34. Охарактеризуйте діяльність рейтингових агентств згідно з регламентом ЄС.
35. Визначте роль актуаріїв на інвестиційному ринку.
36. Здійсніть порівняльний аналіз інституційних інвесторів щодо дохідності вкладень в їх інструменти.

Дослідницькі завдання

1. Аналітична оцінка розвитку інституційних інвесторів в ЄС.
2. Аналіз світового інвестиційного банкінгу.
3. Ретроспективний порівняльний аналіз обсягу активів та дохідності основних типів інвестиційних фондів в Україні.
4. Світовий ринок хедж-фондів.
5. Розвиток вітчизняного ринку страхування життя.
6. Аналітична оцінка стану недержавного пенсійного забезпечення в Україні.
7. Вплив рейтингових агентств на фінансову нестабільність.
8. Аналіз кредитних рейтингів України та корпоративних емітентів.
9. Розвиток вітчизняного ринку оцінювачів майна.
10. Ріелторський бізнес в Україні.

Ключові поняття

Інвестиційна діяльність, стратегічні (мажоритарні) інвестори, портфельні (міноритарні) інвестори, внутрішньоденні трейдери, позиційні інвестори, інституційні інвестори, банк, фонд банківського управління, інститут спільного інвестування, компанія з управління активами, інвестиційна декларація, корпоративний інвестиційний фонд, пайовий інвестиційний фонд, кваліфікаційні класи активів, венчурний фонд, відкритий інвестиційний фонд, закритий інвестиційний фонд, біржовий індексний фонд, страхування життя, викупна сума,

принцип “розумної поведінки”, недержавний пенсійний фонд, пенсійна схема, установа трудового пенсійного забезпечення, інжинірингові компанії, девелопмент, рейтингове агентство, кредитний рейтинг позичальника, актуарій.

Рекомендована література

1. Богл Д. Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла: Новые императивы для разумного инвестора / Д. Богл. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 539 с.
2. Вергун В. Інститути спільного інвестування в умовах глобалізації світових фінансових ринків / В. Вергун, О. Ступницький, В. Коверда, Т. Волковинська. Серія “Міжнародний бізнес”. – К.: Видавничо-поліграфічний центр “Київський університет”, 2009. – 512 с.
3. Вовчак О. Д. Інвестування: навч. посіб. / О. Д. Вовчак. – Львів: “Новий Світ-2000”, 2008. – 544 с.
4. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования: пер. с англ. / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – М.: Дело, 1999. – 1008 с.
5. Глуценко Е. Финансовое посредничество коммерческих банков: моногр. / Е. Глуценко, Л. Дроздовская, Ю. Рожжов / под науч. ред. проф. Ю. В. Рожжова. – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2011. – 240 с.
6. Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – 518 с.
7. Деньги. Кредит. Банки: Учеб. пособ. / Под ред. Е. Ф. Жукова. – [3-е изд., перераб. и доп.]. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 703 с.
8. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування: Навч. посіб. / А. П. Дука. – Київ: Каравела, 2007. – 424 с.
9. Кидуэлл Д. С. Финансовые институты, рынки и деньги / Д. С. Кидуэлл, Р. Л. Петерсон, Д. У. Блэкуэлл. – СПб: Изд-во “Питер”, 2000. – 752 с.
10. Мазур И. Девелопмент: учеб. пособие / И. Мазур, В. Шапиро, Н. Ольдерогге. – М.: “Издательство “Экономика”, 2004. – 521 с.
11. Майорова Т. Інвестиційна діяльність: підруч. / Т. Майорова. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.
12. Макаров А. Инвестируем в паевые инвестиционные фонды / А. Макаров. – М. Изд-во Эксмо, 2005. – 96 с.
13. Миловидов В. Д. Паевые инвестиционные фонды / В. Д. Миловидов. – М.: Анкил, ИНФРА-М, 1996. – 416 с.
14. Пластун В. Л. Інституційні інвестори: роль у розвитку фондового ринку: моногр. / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун. – Суми: ТОВ “Друкарський дім “Папірус”, 2012. – 212 с.

15. *Портфельне інвестування: навч. посіб. / Пересада А. А., Шевченко О. Г., Коваленко Ю. М., Урванцева С. В. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.*
16. *Розенберг Дж. М. Инвестиции: терминологический словарь / Дж. М. Розенберг. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 400 с.*
17. *Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.*
18. *Румянцев А. Світовий ринок послуг: навч. посіб. / А. Румянцев, Ю. Коваленко. – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 456 с.*
19. *Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом: моногр. – Донецьк: Норд-Прес, 2008. – 338 с.*

Нормативно-правові акти

1. *Директива 2009/138/ЄС Європейського парламенту та Ради від 25.11.2009 р. про початок і ведення діяльності у сфері страхування і перестраховування (Платоспроможність II).*
2. *Директива Європейського Парламенту та Ради 2003/41/ЄС від 3 червня 2003 року про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними.*
3. *Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000 р. № 2121-III.*
4. *Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 р. № 448-96-ВР.*
5. *Закон України “Про інвестиційну діяльність” від 18.09.1991 р. № 1560-XII.*
6. *Закон України “Про інститути спільного інвестування” (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 05.07.2012 р. № 5080-VI.*
7. *Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.2003 р. № 1057-IV.*
8. *Закон України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність” від 12.07.2001 р. № 2658-III.*
9. *Закон України “Про проведення експерименту у житловому будівництві на базі холдингової компанії “Київміськбуд” від 07.02.2002 р. № 3044-III.*
10. *Закон України “Про страхування” від 07.03.1996 № 85/96-ВР*
11. *Закон України “Про цінні папери і фондовий ринок” від 23.02.2006 р. №3480-IV.*
12. *Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку I “Загальні вимоги до фінансової звітності”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України від 07.02.2013 р. № 73.*
13. *Податковий кодекс від 02.12.2010 № 2755-VI.*
14. *Регламент ЄС № 1060/2009 Європейського парламенту та Ради від 16 вересня 2009 р. стосовно кредитно-рейтингових агенцій.*

15. *Федеральный закон Российской Федерации “О рынке ценных бумаг” от 22.04.1996 № 39-ФЗ.*
16. *Dyrektywa Parlamentu europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS).*

Интернет-ресурси

Українська асоціація інвестиційного бізнесу	http://www.uaib.com.ua
Незалежна асоціація банків України	http://www.nabu.com.ua
Ліга страхових організацій України	http://uainsur.com
Національна комісія, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг	http://www.dfp.gov.ua
Міжнародна асоціація пенсійних регуляторів	http://www.inprs.org
Міжнародна асоціація актуаріїв	http://www.actuaries.org
Асоціація фахівців оцінки	http://afo.com.ua/uk
Інвестиційні фонди України	http://investfunds.ua
Fitch Ratings	http://www.fitchratings.com
Moody's Investors Service	https://www.moodys.com
Standard and Poor's	http://www.standardandpoors.com
Інститут інвестиційних компаній	www.icifactbook.org
Портал российских пайщиков	http://www.pifovik.ru

РОЗДІЛ ІІІ

ТЕОРІЯ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙ

1. Концепція вартості грошей у часі.
2. Визначення вартості інвестицій на основі простих процентів.
3. Порядок застосування складних процентів в інвестиційній теорії.
4. Методика розрахунку вартості грошових потоків в часі.
5. Методи оцінювання ефективності інвестицій.
6. Міжнародні та національні стандарти оцінки.

§ 1. Концепція вартості грошей у часі

В інвестиційній практиці необхідним є врахування часу, який є провідним фактором, що впливає на прийняття інвестиційних рішень.

Сутність *концепції вартості грошей у часі (Time Value of Money, TVM)* полягає в тому, що вартість грошей з часом змінюється з урахуванням норми процента.

Використання процентів в економічній діяльності розпочалося ще в стародавні часи. Ділова переписка за період XIX–XVIII ст. до н.е. в Каніші (центр Каппадокії – частина сучасної Туреччини) містить інформацію про кредитні записи на пред'явника, договірний процент, а також про нарахування складних процентів. У Древньому Вавилоні позичкові відносини передбачали оплату боргів та процентів за користування коштами за царським тарифом. Так, у ст. 88 Законів Хаммурапі визначено, що гранична ставка процента за користування грошима (сріблом) становила 20%, а зерном – 33,3%.

Про значне поширення позичкових відносин у Вавилоні свідчить використання її термінології у шкільній літературі. У серії табличок з характерним заголовком Хар-ра-хубуллу, тобто “процентна позика”, для навчальних цілей були зібрані шумерські правові терміни, зокре-

ма щодо позики, з їх аккадським перекладом, як наприклад, “боргове зобов’язання”, “процентна позика”, “безпроцентна позика”, “дарування” і т.д. Про розрахунок боргових процентів свідчать спеціальні задачі, що дійшли до нас математичною літературою.

Основні положення сучасної концепції вартості грошей у часі, були сформульовані в 1930 р. Ірвіном Фішером у праці “Теорія процента: як визначити реальний дохід в процесі інвестиційних рішень”, а в 1958 р. Джон Хіршлейфер запропонував більш повний варіант цієї концепції в роботі “Теорія оптимального інвестиційного рішення”.

У сучасній інвестиційній теорії використовують такі типи вартості грошей у часі:

- *майбутня вартість грошей (FV, future value, terminal value)*
 - це вартість наявної суми грошей у певний момент у майбутньому, яка розраховується з урахуванням заданої ставки процента.
- *теперішня (приведена) вартість грошей (PV, present value)* – це поточна вартість майбутньої суми коштів, яка розраховується на основі дисконтування за певної процентною ставкою.

Для розрахунку вартості грошей у часі застосовують два види процентів:

- *прості проценти (simple interest);*
- *складні проценти (compound interest).*

§ 2. Визначення вартості інвестицій на основі простих процентів

Прості проценти нараховуються лише на основну (*principal*) суму інвестицій. Грошовий вираз простих процентів (*SI*) є функцією трьох змінних:

- основної суми (*P*);
- процентної ставки за період (*r*);
- кількість періодів, на які була здійснена інвестиція (*n*).

Нарахування процентів здійснюється 2 методами:

– *декурсивний метод нарахування (postnumerando)*, тобто нарахування процентів здійснюється в кінці розрахункового періоду.

Декурсивні проценти розраховують за такою формулою (процентна ставка у вигляді десяткового дробу):

$$SI = P \cdot r \cdot n$$

Для визначення *майбутньої вартості (FV) грошей на підставі простих процентів* використовується формула:

$$FV = P + SI,$$

$$\text{або } FV = P + P \cdot r \cdot n,$$

$$\text{або } FV = P \cdot (1 + r \cdot n).$$

– *антисипативний або авансовий метод нарахування (prenumerando)*, тобто визначення майбутньої вартості грошей здійснюється шляхом нарахування процентів на початку розрахункового періоду. У цьому випадку процентна ставка називається обліковою або дисконтною (d):

$$FV = P \cdot \frac{1}{1 - d \cdot n}.$$

Ця методика, наприклад, використовується при купівлі дисконтних боргових цінних паперів, обліку векселів тощо.

У вексельній справі дисконтом називається різниця між номінальною вартістю боргового зобов'язання та сумою, отриманою векселедержателем в результаті обліку векселя.

При використанні простих процентів, коли строк інвестицій не дорівнює числу років, періоди нарахування процентів відображають як відношення кількості днів інвестицій (t) до кількості днів у році (K):

$$n = \frac{t}{K}.$$

У цьому випадку: $FV = P \cdot (1 + r \cdot \frac{t}{K})$.

У міжнародній практиці використовуються три системи процентних нарахувань:

1. “Англійська система” (факт/факт) – використовується фактичне число днів (t) двома датами (датою внесення та вилучення інвестицій), тривалість року приймається рівною 365 (366) днів.

2. “Французька система” (факт/360) – використовується фактичне число днів (t) інвестицій, тривалість року приймається рівною $K = 360$ днів.

3. “Німецька практика” (30/360), тобто величина t визначається кількістю місяців, по 30 днів у кожному і точною кількістю днів у неповному місяці; тривалість року – 360 днів.

На основі цих методик нарахування проценти поділяються на:

- *комерційні*, або звичайні, коли $K = 360$ днів;
- *точні*, коли $K = 365(366)$ днів.

В Україні точні проценти застосовуються в офіційних методиках Національного банку України та для розрахунку дохідності державних цінних паперів.

Величина процентної ставки (використовується для визначення *майбутньої вартості грошей на основі простих декурсивних процентів*) визначається за формулою:

$$r = \frac{FV - PV}{PV \cdot n}.$$

Для визначення *теперішньої вартості грошей (PV)* на основі простих процентів використовується наступна формула:

$$PV = \frac{FV}{1 + r \cdot n}.$$

Ця формула дозволяє розрахувати суму коштів (PV), яку необхідно вкласти в поточний момент часу в інвестиційний актив з дохідністю r , щоб через період n отримати визначену суму коштів (FV). Наприклад, інвестор може розрахувати, скільки йому необхідно вкласти зараз коштів (PV), щоб через 1 рік (n) отримати 1000 грн. (FV) з дохідністю 10% (r).

Деякі вчені такий тип розрахунку називають *математичним дисконтуванням*, на відміну від *комерційного дисконтування*, де застосовується антисипативний підхід з дисконтною ставкою:

$$PV = \frac{FV}{1 - d \cdot n}.$$

Величина процентної ставки (використовується для визначення *теперішньої вартості грошей на основі простих декурсивних процентів*) визначається за формулою:

$$r = \frac{FV - PV}{FV \cdot n}.$$

У випадку, коли строк інвестицій складає менше року, для зручності розрахунків величини процентів можна зробити такі дії (процентна ставка виражена у процентах): у формулі розрахунку процентів у грошовому виразі $SI = \frac{P \cdot r \cdot t}{K \cdot 100}$ числівник та знаменник ділять на величину процентної ставки $SI = \frac{P \cdot r \cdot t / r}{K \cdot 100 / r}$ і отримуємо:

$$SI = \frac{P \cdot t}{K \cdot 100 / r}$$

У цьому виразі:

Процентне число = $P \cdot t$

Процентний ключ (дивізор) = $K \cdot 100 / r$.

Звідси, обсяг процентів визначається: $SI = \frac{\text{Процентне число}}{\text{Дивізор}}$.

§ 3. Порядок застосування складних процентів в інвестиційній теорії

Складні проценти нараховуються на будь-які виплачені проценти, а також на основну суму вкладення.

Наприклад, якщо інвестор вклав 1000 грн. в інвестиційний актив з дохідністю 10% строком на 2 роки з щорічною виплатою процентів, то через 1 рік інвестор отримає дохід у розмірі 100 грн. (1000 грн. · 10%), надалі проценти вже будуть нараховуватися від суми 1100 грн. (*основна сума + проценти*) і за другий рік інвестор отримає дохід 110 грн. (1100 грн. · 10%).

Більшість дослідників у сфері інвестиційного аналізу стверджують, що прості проценти використовують у розрахунках при строкові інвестицій до 1 року. При довгострокових інвестиціях більш ефективним є використання складних процентів.

Застосування складних процентів можливе лише у випадку, коли здійснюється *реінвестування* отриманих доходів від інвестицій.

Наглядно різницю між простими і складними процентами відобразив Джеймс К. Ван Хорн у праці “Основи фінансового менеджменту” (табл. 3.1).

Використання складних процентів “multiplico” (нарахування процентів на проценти) в європейській банківській практиці було введено генуезьким банкіром Франческо Вівальді у 1371 р.

Таблиця 3.1.

Майбутня вартість інвестованого 1 дол. для різноманітних періодів часу при річній процентній ставці 8%

Роки	При використанні простих процентів (дол.)	При використанні складних процентів (дол.)
2	1,16	1,17
20	2,60	4,66
200	17,00	4 838 949,59

Карл Маркс у 3-му томі своєї праці “Капітал” навів таку цитату англійського дослідника Прайса про складні проценти: “1 шил., відданий в позику при народженні Спасителя (тобто напевно в Храмі Єрусалимському) із 6% з процентами на проценти, виріс би на суму більшу, ніж могла б вмістити вся сонячна система, перетворена в кулю, діаметр якої рівнявся б діаметру орбіти Сатурну”. “Троші, що приносять проценти на проценти, зростають спочатку повільно; але оскільки темп зростання постійно прискорюється, то через деякий час він становиться таким швидким, що перевершує будь-яку уяву. Один пенні, відданий в позику при народженні нашого Спасителя із 5%, разом з процентами на проценти виріс би тепер на суму, що перевищує ту, яка б містилась в 150 млн. земних куль, зроблених з чистого золота. Але той самий пенні, відданий в позику у простих процентах, водночас час збільшився б лише до 7 шил. 4,5 пенсів” (Радіус орбіти Сатурна складає 12,95 млн. км).

Обчислення *майбутньої вартості* грошових вкладень на основі складних процентів здійснюється за формулою:

$$FV_n = PV \cdot (1 + r)^n,$$

де PV – теперішня вартість грошових коштів, інвестованих у початковий період;

n – кількість періодів часу, на які здійснюються вкладення;

r – процентна ставка в теперішньому значенні.

Нарахування складних процентів називається *капіталізацією* процентів або *компаундингом*.

$(1 + r)^n$ – фактор майбутньої вартості (*FVIF* – *Future Value Interest Factor*), який при даних r та n можна знайти у спеціальних таблицях.

$$FV_n = PV \cdot FVIF_{r,n}$$

У разі, коли додатково обумовлюється частота виплати процентів на вкладені кошти протягом року, формула розрахунку майбутньої вартості є такою:

$$FV_n = PV \cdot \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{nm},$$

де m – кількість нарахувань за рік.

Важливою особливістю процесу нарощення процентів є залежність кінцевого результату (FV) від кількості нарахувань протягом року m , чим більша кількість нарахувань (щоквартально, щомісячно, щоденно) тим більша база нарахування при кожному наступному періоді, а як наслідок вищий темп процесу нарощення.

Процентна ставка, яка використовується при нарахуваннях, називається *номінальною*. Якщо її поділити на кількість періодів у році, протягом яких здійснюються нарахування, то отримаємо *періодичну* ставку $\left(\frac{r}{m}\right)$.

Ефективна (еквівалентна) ставка складних процентів (Effective annual rate, EAR) вимірює відносний дохід, який інвестор отримує за рік, тобто це річна процентна ставка, яка забезпечить такий самий дохід, як і при m -разовому нарахуванні протягом року за номінальною ставкою r :

$$\left(1 + EAR\right) = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m,$$

звідси

$$EAR = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 \text{ або } EAR = e^r - 1, \text{ де } e \approx 2,7118.$$

Якщо нарахування здійснюються раз на рік, то ефективна процентна ставка дорівнює номінальній ставці ($EAR = r$).

Ефективна річна ставка рідко застосовується в практичних розрахунках, однак її зручно використовувати для порівняння доходності інвестиційних активів з різними строками отримання доходу.

Крім того, може застосовуватися *реальна процентна ставка*, тобто скоректована на індекс інфляції:

$$\text{Реальна ставка} = \frac{1 + \text{Номінальна ставка}}{1 + \text{Темп інфляції}} - 1$$

Величина процентної ставки (використовується для визначення майбутньої вартості грошей на основі складних процентів) визначається за формулою:

$$r = \sqrt[n]{\frac{FV}{PV}} - 1.$$

Теперішня вартість грошей – це сума майбутніх грошових надходжень, приведеніх до дійсного моменту часу з урахуванням визначеної процентної ставки.

Визначення теперішньої вартості грошей пов'язано з процесом дисконтування (*discounting*), майбутньої вартості, тобто це операція зворотна нарощенню і здійснюється за такою формулою:

$$PV = \frac{FV_n}{(1+r)^n},$$

$\frac{1}{(1+r)^n}$ – фактор теперішньої вартості (*PVIF – Present Value Interest Factor*), який при даних r та n можна знайти у спеціальних таблицях.

$$PV_n = FV \cdot PVIF_{r,n},$$

$$PVIF = \frac{1}{FVIF}.$$

У разі, коли додатково обумовлюється частота виплати процентів на вкладені кошти протягом року, формула розрахунку майбутньої вартості є такою:

$$PV_n = FV \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{nm}},$$

де m – кількість нарахувань за рік.

Величина процентної ставки (використовується для визначення теперішньої вартості грошей на основі складних процентів) визначається за формулою:

$$r = n \cdot \sqrt[n]{\frac{FV}{PV}} - 1.$$

У міжнародній практиці в процесі дисконтування використовують “Правило 72”: “При періодичному нарахуванні складних процентів строк, за який вартість інвестицій подвоюється, приблизно рівний частці від ділення 72 на процентну ставку (y %). Згідно з

“Правилом 69”, при неперервному нарахуванні складних процентів строк, за який вартість інвестицій подвоюється, точно рівний відношенню 69,3 до процентної ставки ($y\%$).

Нарахування процентів на інвестований капітал, або дисконтування нарощених сум, може здійснюватися так часто, що цей процес може бути безперервним, тобто використовують *безперервні проценти*, при яких кількість періодів компаундингу або дисконтування наближається до безкінечності ($n \rightarrow \infty$), а часовий інтервал між періодами – до нуля. У цьому випадку:

$$FV = PV \cdot e^{rt}, \quad PV = FV \cdot e^{-rt},$$

де $e \approx 2,7118$.

§ 4. Методика розрахунку вартості грошових потоків

Процес інвестування, як правило, має велику тривалість у практиці аналізу ефективності інвестицій і застосовуються не одиничні грошові суми, а потоки коштів.

Грошовий потік (cash flow, *CF*), що отримує інвестор *при фінансових інвестиціях*, включає для облігацій періодичні процентні платежі та повернення номіналу, для акцій – дивідендні платежі.

При реальних інвестиціях грошовий потік складається з прибутку та амортизаційних відрахувань.

Грошовий потік має такі характеристики:

- розмір – обсяг надходжень або платежів у грошовому еквіваленті;
- напрям – позитивні (находження) або негативні (вкладення, платежі);
- час – інвестиційний горизонт від першого до останнього платежу або надходження.

Потік фіксованих однакових послідовних платежів, які здійснюються через рівні проміжки часу, називається *ануїтетом* (франц. annuité від лат. annuus – річний, щорічний) або фінансовою рентою.

Ануїтет характеризується такими параметрами:

- член ануїтету – величина кожного окремого платежу. Якщо кількість членів визначена, то ануїтет *обмежений*; при безкінечній кількості членів ануїтет називається *вічним*;
- інтервал ануїтету – часовий період між двома платежами. При здійсненні платежів раз на рік, декілька разів на рік ануїтети називаються *дискретними*. Якщо платежі здійснюються дуже часто, що їх можна розглядати як неперервні, то ануїтети *неперервні*;
- строк ануїтету – час від початку реалізації ренти до моменту нарахування останнього платежу. Якщо строк ануїтету фіксований, то він називається *детермінованим* ануїтетом.
- процентна ставка ануїтету.

Ануїтет поділяється на:

- *звичайний ануїтет* (ordinary annuity, postnumerando), коли виплати або надходження здійснюються в кінці кожного періоду (наприклад, купонні платежі за облігаціями);
- *складний або прискорений ануїтет* (annuity due, prenumerando), коли виплати або надходження здійснюються на початку кожного періоду (наприклад, страхові платежі страхувальника).

Майбутня вартість звичайного ануїтету ($FVA - Future Value Annuities$), що триває n періодів, визначається за формулою:

$$FVA_n = CF \cdot (1+r)^{n-1} + CF \cdot (1+r)^{n-2} + \dots + CF \cdot (1+r)^0,$$

при $CF_k = \text{const}$ і $CF_0 = 0$ (ануїтет postnumerando).

$$\text{або } FVA_n = CF \cdot \sum_{t=1}^n (1+r)^{n-t} = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r}$$

$$\text{або } FVA_n = CF \cdot FVIFA_{r,n}$$

$\frac{(1+r)^n - 1}{r} = FVIFA_{r,n}$ (*Future Value Interest Factor of an Annuity*) – фактор (множник) майбутньої вартості ануїтету, який при даних r та n можна знайти у спеціальних таблицях.

На кожен платіж нараховується складний процент, а степінь показує число періодів, протягом яких здійснюється це нарахування. Оскільки перший платіж здійснюється в кінці 1 року, то про-

центи будуть нараховані в роки з 2 до n , а степінь буде дорівнювати $n-1$, складний процент другого року нараховується з 3 року до n , або протягом $n-2$ періодів і т. д. Останній платіж здійснюється в кінці строку ануїтету, тому нарахування процентів вже не здійснюється.

Елемент грошового потоку прийнято позначати CF_k , де k – номер періоду, у який розглядається грошовий потік.

Майбутня вартість прискореного ануїтету (FVA' – *Future Value Annuities*), що триває n періодів, визначається за формулою:

$$FVA'_n = CF \cdot (1+r)^n + CF \cdot (1+r)^{n-1} + \dots + CF \cdot (1+r)^1,$$

при $CF_k = \text{const}$.

$$\text{або } FVA'_m = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r} (1+r)$$

$$\text{або } FVA'_m = CF \cdot FVIFA_{r,n} \cdot (1+r).$$

У цьому випадку проценти нараховуються з 1-го року, оскільки платежі здійснюються перед початком періоду.

Теперішня вартість звичайного ануїтету (PVA – *Present Value Annuities*), розраховується так:

$$PVA_n = CF \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^1 + CF \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^2 + \dots + CF \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^n$$

$$\text{або } PVA_n = CF \cdot \sum_{t=1}^n \left(\frac{1}{1+r}\right)^t = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n}$$

$$\text{або } PVA_n = CF \cdot PVIFA_{r,n}.$$

$\frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n} = PVIFA_{r,n}$ (*Present Value Interest Factor of an Annuity*) – фактор (множник) теперішньої вартості ануїтету, який при даних r та n можна знайти у спеціальних таблицях.

$$PVIFA_{r,n} = \frac{FVIFA_{r,n}}{(1+r)^n}.$$

Формула PVA_n використовується для розрахунку поточної вартості амортизаційних боргових цінних паперів, які передбачають разом зі сплатою купонного платежу погашення частини номіналу.

Теперішня вартість прискореного ануїтету (PVA' – *Present Value Annuities*), що триває n періодів, визначається за формулою:

$$PVA'_m = CF \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^0 + CF \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^1 + \dots + CF \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^{n-1}$$

$$\text{або } PVA'_m = CF \cdot \sum_{t=1}^n \left(\frac{1}{1+r} \right)^{t-1} = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^{n-1}}$$

$$\text{або } PVA'_n = CF \cdot PVIFA_{r,n} \cdot (1+r).$$

Оскільки надходження відбуваються раніше, ніж у випадку звичайного ануйтету, то теперішня вартість прискореного ануйтету вище звичайного.

Теперішня вартість нескінченного (за часом) потоку (безстроковий ануйтет або *перпетуйтет*, Present Value of a Perpetuity, *PVP*) коштів визначається за формулою:

$PVP = \frac{CF}{r}$, яка виходить шляхом підсумовування нескінченного ряду при $n \rightarrow \infty$.

Прикладом перпетуйтета можуть бути випущені у Великобританії казначейські облигації у 1815 р. Ці інструменти були безстроковими і отримали назву *консолей* (*consols*), а тому перпетуйтети називають також консоліями.

Визначення *майбутньої вартості нерівномірних грошових потоків* здійснюється за формулою:

$$FV_n = CF_1 \cdot (1+r)^{n-1} + CF_2 \cdot (1+r)^{n-2} + \dots + CF_n \cdot (1+r)^0$$

$$\text{або } FV_n = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot (1+r)^{t-1} = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r}$$

$$\text{або } FV_n = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot FVIF_{r,n-t}.$$

Теперішня вартість нерівномірних грошових потоків розраховується так:

$$PV_n = CF_1 \cdot \left(\frac{1}{1+r} \right)^1 + CF_2 \cdot \left(\frac{1}{1+r} \right)^2 + \dots + CF_t \cdot \left(\frac{1}{1+r} \right)^n$$

$$\text{або } PV_n = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot \left(\frac{1}{1+r} \right)^t = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n}$$

$$\text{або } PV_n = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot PVIF_{r,t}.$$

§ 5. Методи оцінювання ефективності інвестицій

Головним принципом оцінювання ефективності інвестицій є співставлення доходів і витрат, що пов'язані з реалізацією інвестиційного проекту.

Міжнародна практика оцінки ефективності інвестицій передбачає дотримання таких принципів:

1) ефективність використання інвестованого капіталу оцінюється шляхом співставлення грошового потоку (cash flow), який формується в процесі реалізації інвестиційного проекту, і початковими інвестиціями;

2) інвестований капітал та позитивний грошовий потік приводяться до поточного часу або до певного розрахункового року (який, як правило, передує початку реалізації проекту);

3) процес дисконтування капітальних вкладень і грошових потоків здійснюється за різними ставками дисконтування, які визначаються залежно від особливостей інвестиційного проекту. При визначенні ставки дисконту враховуються структура інвестицій та вартість окремих складових капіталу.

У Росії на нормативно-правовому рівні розроблені спеціальні *“Методичні рекомендації з оцінки ефективності інвестиційних проєктів”* (друга редакція від 21.06.1999 р.).

Відповідно до цих рекомендацій ефективність інвестиційного проекту поділяється на такі види:

- комерційна ефективність, показники якої враховують фінансові наслідки його здійснення для учасника, що реалізує інвестиційний проєкт, на основі припущення, що інвестор здійснює всі необхідні для реалізації проєкту витрати і користується всіма його результатами;
- суспільна (соціально-економічна) ефективність, показники якої враховують соціально-економічні наслідки здійснення інвестиційного проєкту для суспільства загалом.

Методи оцінювання ефективності інвестицій поділяються на 2 групи:

- динамічні методи;
- статичні методи.

ДИНАМІЧНІ МЕТОДИ передбачають оцінку ефективності інвестицій з врахування фактору часу на основі дисконтування грошових потоків.

Історичними передумовами виникнення та використання сучасних методів оцінки інвестицій є ускладнення інвестиційних проектів, жорсткіші обмеження матеріальних ресурсів, підвищення вимог до відбору серед альтернативних варіантів потенційними інвесторами. До 1960 р. лише деякі корпорації США використовували дисконтовані оцінки для аналізу проектів. Лише у 80-х, а в Україні у 90-х роках ХХ століття почали широко використовувати показники оцінки інвестицій, що базуються на принципі дисконтування.

Основними методами оцінки ефективності інвестицій на основі концепції дисконтування є такі:

- метод визначення чистої теперішньої вартості *NPV* (net present value);
- метод розрахунку внутрішньої норми дохідності *IRR* (internal rate of return);
- метод визначення індексу прибутковості *PI* (profitability index) або метод “вигоди-затрати” *B/C* (benefits-costs);
- метод еквівалентного ануїтету *EA* (equivalent annuity);
- метод розрахунку дисконтованого строку окупності *DPP* (discounted payback period).

Метод визначення чистої теперішньої вартості NPV. Цей показник відображає абсолютний приріст цінності фірми (в грошовому еквіваленті) в результаті реалізації інвестиційного проекту.

NPV розраховується як різниця позитивних грошових потоків CF_t (надходжень від реалізації інвестиційного проекту) протягом певного періоду часу t , які дисконтуються до теперішньої вартості за ставкою r , та негативного грошового потоку I (інвестиції, тобто витрати на реалізацію проекту):

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 \quad (\text{коли інвестиції здійснюють лише перед початком реалізації проекту } t=0);$$

або
$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t} \quad (\text{коли інвестиції продовжують здійснюватися при реалізації проекту в період } t \text{ від } 0 \text{ до } n).$$

Чиста теперішня вартість погодженого інвестиційного проекту має дорівнювати нулю або мати позитивне значення ($NPV \geq 0$), відхиленого – негативне ($NPV < 0$).

Метод розрахунку внутрішньої норми дохідності. IRR – це така ставка дисконту, за якої теперішня вартість позитивних грошових потоків (надходжень) дорівнює негативним грошовим потокам (інвестиціям в реалізацію інвестиційного проекту). Тобто – це процентна ставка, за якої $NPV=0$.

$$IRR = r \Rightarrow \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = 0.$$

Для розрахунку *IRR* необхідно здійснювати підбір ставок дисконту методом поетапної ітерації. В інвестиційній практиці використовують формулу:

$$IRR = r_1 + \frac{NPV_1 \cdot (r_2 - r_1)}{NPV_1 - NPV_2},$$

де r_1 – ставка дисконту, за якої $NPV > 0$;

r_2 – ставка дисконту, за якої $NPV < 0$;

NPV_1 – таке значення $NPV > 0$;

NPV_2 – таке значення $NPV < 0$.

Чим вища повинна бути ставка дисконтування для приведення чистої дисконтованої вартості отриманих доходів до нуля, тим більш пріоритетна ця інвестиція.

Показник *IRR* базується на припущенні, що грошові потоки, отримані до погашення інвестиції (завершення строку дії інвестиційного проекту), будуть реінвестовані за ставкою, що дорівнює *IRR*, і що вона є незмінною.

Інвестиція вважається цікавою для інвестора, якщо *IRR* вище ніж мінімально прийнятний рівень окупності інвестицій в інвестиційний актив.

У підручнику В. А. Верби та О. А. Загородніх наведено такі властивості методу *IRR*, що можуть обмежити його застосування:

1) для проекту може й не існувати єдиної *IRR* (математична модель може дати кілька значень внутрішньої норми дохідності). Така множинність рішення з'являється, якщо щорічні чисті грошові

потоки в період реалізації проекту змінюють знак (наприклад, з негативного на позитивний і навпаки) кілька разів. Це відбувається у тих випадках, коли гроші, отримані від проекту, знову реінвестуються у проект;

2) застосування єдиного значення ставки дисконту передбачає, що його величина є постійною протягом строку служби проекту. Однак для проектів з тривалими часовими горизонтами, враховуючи їх високу невизначеність у пізніші періоди, навряд чи можна застосувати єдиний коефіцієнт дисконтування продовж усього життєвого циклу проекту;

3) на відміну від чистої поточної вартості та коефіцієнта вигоди – затрати критерій внутрішньої норми дохідності встановлює інші пріоритети при ранжуванні проектів, які взагалі неприйнятні для взаємовиключаючих проектів.

А. П. Дука в роботі “*Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування*” визначає такі особливості застосування NPV та IRR :

1. Коли застосовується показник IRR , проект не слід схвалювати лише за його дуже високим IRR . Слід замислитися, чи можна буде утримати таке високе значення. Необхідно проаналізувати результати минулої діяльності, сьогоднішній стан справ і на перспективу, і подивитися, чи є можливість реінвестувати грошові потоки за такого високого значення IRR . Якщо фірма не впевнена, що така ставка IRR реальна, потрібно визначити NPV за більш реалістичної ставки дисконту.

2. Застосування IRR завжди призводить до відбору того самого проекту, а NPV залежить від вибраної дисконтної ставки.

3. Величина проекту і його тривалість – основні причини суперечностей між значеннями IRR та NPV у порівнянні проектів. Отже, слід порівнювати більш менш однакові проекти за тривалістю і вартістю.

4. Коли проекти порівнюються за NPV , то має бути ставка, яка цілком вірогідно відображає ризик кожного з них. Нічого страшного, якщо два проекти порівнюються за різними дисконтними ставками, бо один з них ризикованіший.

На основі врахування недоліків IRR у міжнародній практиці запропоновано здійснювати розрахунок модифікованої норми до-

хідності *MIRR* (modified internal rate of return), який ґрунтується на підставі такої рівності:

$$\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t} = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t \cdot (1+r)^{n-t}}{(1+MIRR)^n} = \frac{FV}{(1+MIRR)^n}.$$

У лівій частині формули – дисконтована за ціною капіталу (r) величина інвестицій, а в правій – майбутня вартість (FV) грошових надходжень на основі ставки реінвестування (r), приведена до теперішньої вартості на базі *MIRR*.

Перевага *MIRR* полягає в тому, що грошові потоки надходжень від проектів реінвестуються за вартістю капіталу, водночас при звичайній *IRR* потоки грошових коштів реінвестуються за власною внутрішньою ставкою проекту. Крім того, *MIRR* вирішує питання множинності ставок *IRR*.

Якщо проекти мають однаковий масштаб (обсяг інвестицій) та строк, то *IRR* та *MIRR* дають однакові результати. Якщо проекти мають різні масштаби, то *IRR* та *MIRR* можуть не співпадати.

Згідно з міжнародною інвестиційною теорією (за даними Юджина Ф. Бріггема) у разі протиріч в результатах *NPV* та *IRR* (*MIRR*) потрібно використовувати метод чистої приведеної вартості.

Метод визначення індексу прибутковості PI, який порівнює теперішню вартість майбутніх грошових потоків з початковими інвестиціями, тобто:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{I_0}$$

або

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}}.$$

Згідно з цією методикою, проект з *PI* більшим за 1 приймається, з меншим за 1 – відхиляється.

Проте, за даними В. А. Верби та О. А. Загородніх, незважаючи на популярність оцінки проектів за допомогою цього показника, він має суттєві недоліки. По-перше, він неприйнятний для ранжування за перевагами *незалежних* проектів і абсолютно не підходить для відбору *взаємовиключаючих* проектів. Оскільки порівнюється відносний розмір вигід щодо витрат, потрібно пам'ятати, що цей показник не відображає фактичну величину чистих вигід від проекту.

До *незалежних проектів* належать ті, прийняття чи відмова від яких не впливає на дохідність інших проектів.

Взаємовиключаючі проекти – це ті проекти, реалізація яких недоцільна при прийнятті рішення про здійснення іншого проекту, оскільки прибутковість першого знижується до нульового рівня.

Метод еквівалентного ануїтету EA. Еквівалентний ануїтет або середньорічна чиста теперішня вартість розраховується за формулою:

$$EA = \frac{NPV}{PVIFA_{r,n}}.$$

Відбір інвестиційних проектів здійснюється за найвищою величиною *EA*, оскільки передбачається нескінчене реінвестування, поки строки життя всіх проектів не закінчаться одночасно. Цей метод потрібно використовувати для порівняльного аналізу проектів різної тривалості.

Метод розрахунку дисконтованого строку окупності DPP. Дисконтований строк окупності показує, через який час грошові надходження почнуть перевищувати інвестиції (негативні грошові потоки) і проект буде забезпечувати чистий дохід (прибуток).

DPP розраховується за формулою:

$$DPP = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \geq I_0.$$

Застосування *DPP* доцільне у випадку, коли інтереси інвестора полягають у виборі інвестиційного проекту зі швидкою оборотністю коштів.

СТАТИЧНІ МЕТОДИ, які базуються на бухгалтерському обліку та виникли з традиційного бухгалтерського підходу до фінансової оцінки проектів.

Ці методи можна розділити на дві групи:

1. Методи абсолютної ефективності інвестицій передбачають, що приймати до уваги слід той інвестиційний проект, який забезпечує виконання встановлених інвестором нормативів ефективності інвестицій.

2. Методи порівняльної ефективності варіантів інвестицій ґрунтуються на умові, що реалізації підлягає такий інвестиційний проект (з декількох), який забезпечить або мінімальну суму витрат, або максимум прибутку та ін.

Статичні методи оцінки ефективності передбачають розрахунок таких показників:

- строк окупності інвестицій PI (payback period);
- рентабельність інвестицій ROI (return of investment);
- середня норма прибутку ARR (average rate of return);
- накопичене сальдо грошового потоку або чистий дохід NV (net value);
- коефіцієнт співвідношення доходів і витрат та інші.

Строк окупності інвестицій PI – це кількість років, за які повністю відшкодовуються початкові інвестиції за рахунок прибутку від інвестиційного проекту. Сутність розрахунку можна відобразити так:

$$PI \Rightarrow \frac{I}{P} \rightarrow \min,$$

де I – інвестиції;

P – прибуток.

Рентабельність інвестицій ROI – це бухгалтерська норма прибутку. Сутність показника можна відобразити так:

$$ROI \Rightarrow \frac{P}{I} \rightarrow \max.$$

ROI для одного періоду розраховується як відношення обсягу прибутку до вкладених інвестицій (I):

$$ROI = \frac{EBIT}{I} \text{ або } ROI = \frac{EBIT \cdot (1 - tax)}{I}.$$

Розрахунок може здійснюватися або на основі прибутку до відрахування процентів та податків – $EBIT$ (earnings before interest and tax), або на основі прибутку після оподаткування, однак до сплати процентів – $EBIT \cdot (1 - tax)$.

Якщо розрахунок рентабельності інвестицій здійснюється за декілька періодів, то використовуються середньоарифметичні дані і розрахований показник у літературі називають “*середня норма прибутку ARR*”:

$$ARR = \frac{\sum_{t=1}^n P}{N \cdot I},$$

де I – сума інвестицій;

P – балансовий прибуток у періоді t ;

N – тривалість проекту (років).

Накопичене сальдо грошового потоку NV – це обсяг перевищення сумарних грошових доходів над сумарними грошовими витратами щодо певного інвестиційного проекту за визначений період.

Коефіцієнт співвідношення доходів і витрат. Цей показник розраховується як співвідношення суми доходів від інвестицій до суми всіх витрат як інвестиційних, так і експлуатаційних.

$$\mathfrak{R} = \frac{\sum_{t=1}^n P}{\sum_{t=0}^n (I_t + E_t)},$$

де P_t – дохід від реалізації інвестиційного проекту у період t ;

I_t – сума інвестиційних витрат у період t ;

E_t – сума експлуатаційних (поточних) витрат у період t ;

t – кількість періодів отримання доходу (інвестиційний цикл),

$t=1, \dots, n$.

Головною перевагою статичних методів оцінки ефективності інвестицій є простота розрахунків.

Недоліками статичних методів є такі:

- не враховується зміна вартості грошей у часі;
- показником повернення інвестицій вважається лише прибуток. Однак на практиці інвестиції повертаються у вигляді грошового потоку, який включає прибуток та амортизаційні відрахування, а тому в статичних методах оцінки ефективності збільшується розрахунковий строк окупності інвестицій та знижується норма рентабельності;
- не береться до уваги можливість реінвестицій доходів.

§ 6. Міжнародні та національні стандарти оцінки

У міжнародній практиці з метою розробки та публікації в суспільних інтересах стандартів з оцінки вартості майна (у т. ч. з інвестиційною метою), а також забезпечення гармонізації стандартів різних держав у 1981 р. було створено Міжнародний комітет зі стандартів оцінки майна, який з 2007 р. називається Радою з міжнародних стандартів оцінки (International Valuation Standards Council, *IVSC*). Україна сьогодні є членом цієї організації в особі Українського товариства оцінювачів.

У 2011 р. було опубліковано дев'яте видання *Міжнародних стандартів оцінки (The International Valuation Standards, IVS)*, які включають:

- 1) визначення термінів міжнародних стандартів оцінки (МСО);
- 2) засади МСО (поняття і принципи оцінки);
- 3) загальні стандарти;
- 4) стандарти оцінки активів (включають стандарти та коментарі);
- 5) застосування оцінки.

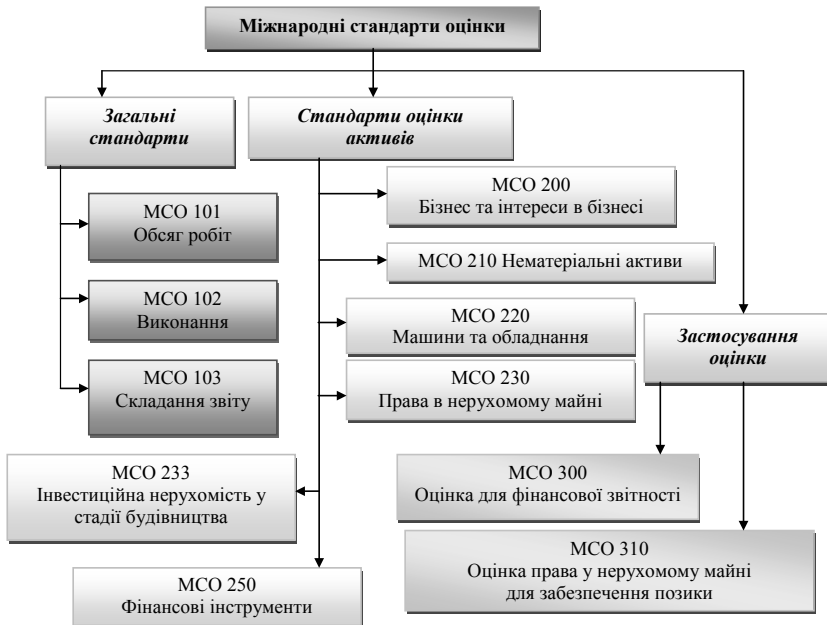


Рис. 3.1. Класифікація міжнародних стандартів оцінки

В *IVS 2011* визначено такі види вартості як бази для оцінки:

1) *ринкова вартість* – очікувана грошова сума, за яку актив або зобов’язання може бути обмінене в транзакції на дату оцінки між добровільним покупцем та добровільним продавцем, які не пов’язані між собою, після належного маркетингу та за умов, що сторони обізнані та діяли розсудливо і без примусу;

2) *справедлива вартість* – очікувана ціна за передачу активів або зобов’язань між добре обізнаними та добровільними сторонами, що відображає відповідні інтереси цих сторін. У міжнародних стандартах фінансової звітності справедлива вартість прирівнюється до ринкової. Відповідно до *IVS* справедлива вартість є ширшим поняттям, ніж ринкова вартість. Як правило, справедлива вартість вимагає визначення ціни, що є справедливою для двох певних сторін з урахуванням відповідних переваг та вад, які кожна з них отримає від транзакції. На відміну від неї, ринкова вартість вимагає не враховувати будь-які переваги, які не доступні для більшості учасників ринку. Прикладом використання справедливої вартості є визначення ціни акцій компаній, які не котируються на біржі;

3) *інвестиційна вартість* – вартість активу для власника для індивідуальних інвестицій або оперативних цілей;

4) *спеціальна вартість* – сума, що відображає особливі властивості активів, які мають цінність лише для спеціальних покупців;

5) *синергетична вартість* – додатковий елемент вартості, створений поєднанням двох або більше активів чи майнових прав, коли їх спільна вартість більше, ніж сума окремих значень. Якщо синергетична вартість існує тільки для одного покупця, то вона є спеціальною вартістю.

Наприклад, бізнес у вигляді діючого підприємства може мати одну вартість для конкретної особи (*інвестиційна вартість*), іншу вартість для конкретних осіб в угоді, що відображає синергію бізнесу (*справедлива вартість*), і третю вартість на відкритому ринку (*ринкова вартість*).

Відповідно до міжнародних стандартів оцінки та Закону України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні” розроблено національні стандарти оцінки:

– Національний стандарт (НС) № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”;

- Національний стандарт № 2 “Оцінка нерухомого майна”;
- Національний стандарт № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів”;
- Національний стандарт № 4 “Оцінка майнових прав інтелектуальної власності”.

Об’єкти оцінки, щодо яких застосовуються національні стандарти, відображені на рис. 3.2.

Відповідно до НС № 1 для проведення оцінки майна застосовуються такі основні методичні підходи:

- витратний (майновий – для оцінки об’єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів);

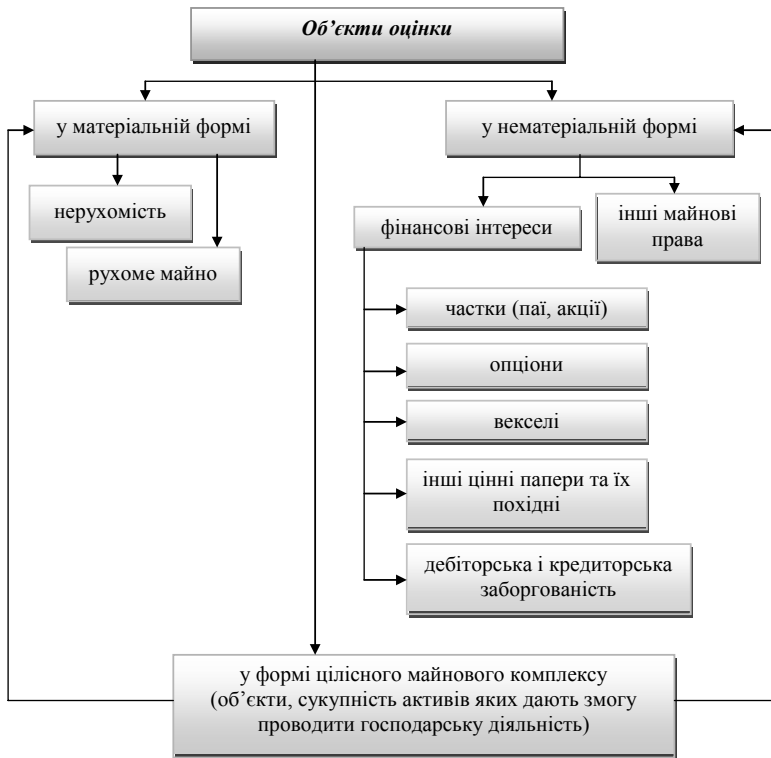


Рис. 3.2. Об’єкти оцінки відповідно до національних стандартів оцінки майна

- дохідний;
- порівняльний (рис. 3.3).

Витратний підхід передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення).

Основними методами витратного підходу є такі:

- *метод прямого відтворення* полягає у визначенні вартості відтворення (поточної вартості витрат на створення (придбання) в сучасних умовах нового об'єкта, який ідентичний об'єкту оцінки) з подальшим вирахуванням суми зносу;
- *метод заміщення* полягає у визначенні вартості заміщення (поточної вартості витрат на створення (придбання) нового об'єкта, подібного до об'єкта оцінки, який може бути йому рівноцінною заміною) з подальшим вирахуванням суми зносу.

Під час застосування цих методів використовуються вихідні дані про об'єкт оцінки, інформація про відтворення або заміщення об'єкта оцінки чи подібного майна або середньостатистичні показники в сучасних цінах.

Дохідний підхід передбачає, що вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефек-

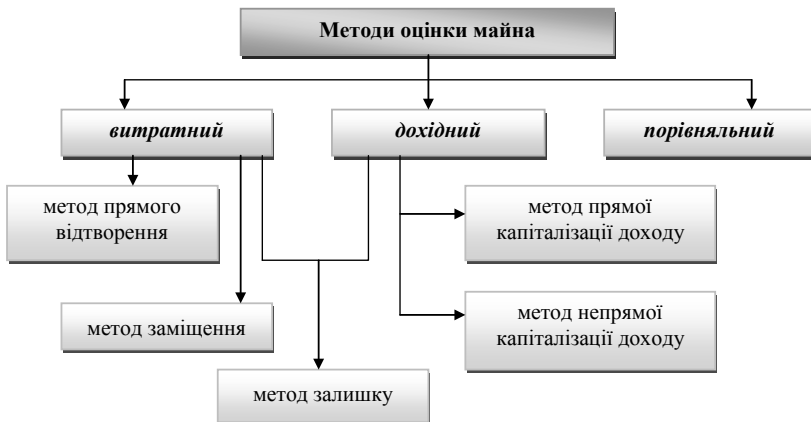


Рис. 3.3. Методичні підходи оцінки майна

тивного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу.

При оцінці майна за допомогою дохідного підходу використовуються такі поняття:

- *грошовий потік* – сума прогнозованих або фактичних надходжень від діяльності (використання) об'єкта оцінки;
- *чистий операційний дохід* – прогнозована сума надходжень від використання об'єкта оцінки після вирахування усіх витрат, пов'язаних з отриманням цієї суми (рис. 3.4);
- *вартість реверсії* – вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозним;
- *ставка капіталізації* – коефіцієнт, що застосовується для визначення вартості об'єкта виходячи з очікуваного доходу від його використання за умови, що дохід передбачається незмінним протягом визначеного періоду в майбутньому;
- *ставка дисконту* – коефіцієнт, що застосовується для визначення поточної вартості виходячи з грошових потоків, які прогноуються на майбутнє, за умови їх зміни протягом періодів прогнозування.

Основними методами дохідного підходу є такі:

- *пряма капіталізація доходу* застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування *чистий операційний дохід*, отримання якого не обмежується у часі. Капіталізація чистого операційного доходу здійснюється шляхом ділення його на *ставку капіталізації*;

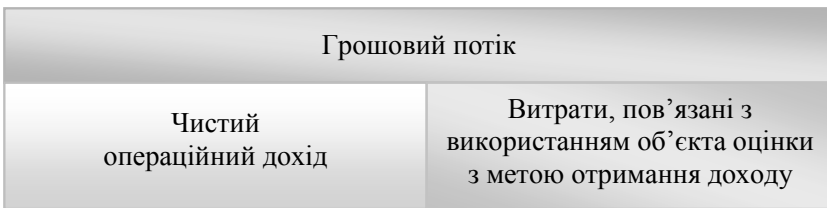


Рис. 3.4. Структура грошового потоку відповідно до національних стандартів оцінки майна

- *непряма капіталізація доходу* (дисконтування грошового потоку) застосовується у разі, коли прогнозовані *грошові потоки* від використання об'єкта оцінки є неоднаковими за величиною, непостійними протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі. Прогнозовані грошові потоки, у тому числі *вартість реверсії*, підлягають дисконтуванню із застосуванням *ставки дисконту* для отримання їх поточної вартості.

Ставка капіталізації та ставка дисконту визначаються шляхом аналізу інформації про доходи від використання подібного майна та його ринкові ціни або шляхом порівняльного аналізу дохідності інвестування в альтернативні об'єкти (депозити, цінні папери, майно тощо).

За допомогою дохідного підходу визначається ринкова та інвестиційна вартість.

Результатом комбінування витратного та дохідного підходів є *метод залишку*, який ґрунтується на врахуванні принципу внеску (граничної продуктивності).

Цей метод застосовується для оцінки об'єктів незавершеного будівництва, земельних ділянок під забудовою тощо.

Порівняльний підхід передбачає аналіз цін продажу та пропонування подібного майна з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння та об'єктом оцінки.

Основними елементами порівняння є характеристики подібного майна за місцем його розташування, фізичними та функціональними ознаками, умовами продажу тощо. Коригування вартості подібного майна здійснюється шляхом додавання або вирахування грошової суми із застосуванням коефіцієнта до ціни продажу (пропозиції) зазначеного майна або шляхом їх комбінування.

Контрольні питання

1. Назвіть основні типи вартості грошей у часі.
2. Охарактеризуйте порядок визначення майбутньої вартості грошей за простими процентами методами *postnumerando* та *prenumerando*.
3. Здійсніть порівняльний аналіз основних систем нарахування процентів у міжнародній практиці.
4. Охарактеризуйте методи визначення теперішньої вартості грошей за простими процентами.
5. Що таке процентне число та дивізор?
6. Визначте сутність складних процентів.
7. опишіть процедуру компаундингу грошей.
8. Яка різниця між номінальною, періодичною, реальною та ефективною процентними ставками?
9. опишіть процедуру дисконтування грошей.
10. У чому полягає зміст “Правила 72” та “Правила 69”?
11. Як здійснюється нарахування безперервних процентів?
12. Що таке грошовий потік та які його основні характеристики?
13. Що таке анuitет та які його основні параметри?
14. опишіть порядок розрахунку майбутньої вартості звичайного та складного анuitету.
15. опишіть порядок розрахунку теперішньої вартості звичайного та складного анuitету.
16. Що таке перпетуїтет?
17. Як розраховується майбутня та теперішня вартість нерівномірних грошових потоків?
18. Розкрийте зміст основних принципів оцінки ефективності інвестицій згідно з міжнародною практикою.
19. Які основні динамічні методи оцінки ефективності інвестицій?
20. Яка різниця між чистою приведеною вартістю та індексом прибутковості?
21. В яких випадках використовується еквівалентний анuitет? опишіть порядок його розрахунку.
22. Розкрийте особливості розрахунку IRR та MIRR.
23. Які основні статичні методи оцінки ефективності інвестицій?
24. Здійсніть порівняльний аналіз переваг та недоліків застосування динамічних та статичних методів оцінки ефективності інвестицій.
25. Розкрийте зміст міжнародних стандартів оцінки (видання 2011 р.).
26. Охарактеризуйте основні види вартостей як бази для оцінки згідно з IVS 2011.

27. Які є об'єкти оцінки відповідно до національних стандартів оцінки майна в Україні?
28. Охарактеризуйте методи оцінки майна згідно з національними стандартами України.
29. Які основні методи дохідного підходу оцінки майна?

Дослідницькі завдання

1. Порівняльний аналіз депозитних продуктів банків з капіталізацією процентів.
2. Порівняльна оцінка страхових анuitетних продуктів компанії страхування життя.
3. Ретроспективні аспекти вдосконалення міжнародних стандартів оцінки майна.
4. Аналіз теорії процента І. Фішера.
5. Сучасні теорії оцінки інвестицій.

Ключові поняття

Концепція вартості грошей у часі, майбутня вартість грошей, теперішня (приведена) вартість грошей, прості проценти, складні проценти, декурсивний метод нарахування (*postnumerando*), антисипативний або авансовий метод нарахування (*prenumerando*), процентне число, дивізор, фактор майбутньої вартості, ефективна (еквівалентна) ставка складних процентів, номінальна ставка процентів, періодична ставка процентів, дисконтування, компаундинг, фактор теперішньої вартості, грошовий потік, анuitет, звичайний анuitет, прискорений анuitет, перпетуїтет, консоль, чиста теперішня вартість, внутрішня норма дохідності, індекс прибутковості, еквівалентний анuitет, дисконтований строк окупності, рентабельність інвестицій, середня норма прибутку, накопичене сальдо грошового потоку, ринкова вартість, справедлива вартість, інвестиційна вартість, спеціальна вартість, синергетична вартість, витратний підхід до оцінки майна, метод прямого відтворення, метод заміщення, дохідний підхід оцінки майна, чистий операційний дохід, вартість реверсії, ставка капіталізації, ставка дисконту, капіталізація доходу, порівняльний підхід до оцінки майна.

Рекомендована література

1. Боди З. *Фінанси* / З. Боди, К. Мертон. – М.: Вільямс, 2007. – 592 с.
2. Бочаров П. *Фінансова математика: учеб.* / П. Бочаров, Ю. Касимов. – М.: Гардарики, 2002. – 624 с.
3. Брейли Р. *Принципи корпоративних фінансов* / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: ЗАО “Олимп – Бизнес”, 2010. – 1008 с.
4. Бригхем Ю. *Фінансовий менеджмент* / Ю. Бригхем, М. Эрхардт. – [10-е изд.]. – СПб.: Питер, 2009. – 960 с.

5. Ван Хорн Дж. С. Основы финансового менеджмента / Дж. С. Ван Хорн, Дж. М. Вахович мл. – [12-е изд.]. – М. ООО “ИД Вильямс”, 2008. – 1232 с.
6. Васильченко І. Фінансова математика: навч. посіб. / І. Васильченко, З. Васильченко. – К.: Кондор, 2007. – 184 с.
7. Верба В. Проектний аналіз: підруч. / В. Верба, О. Загородніх. – К.: КНЕУ, 2000. – 322 с.
8. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування: навч. посіб. / А. П. Дука. – Київ: Каравела, 2007. – 424 с.
9. Ковалев В. Методы оценки инвестиционных проектов / В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 144 с.
10. Мелкумов Я. Финансовые вычисления. Теория и практика: учеб.-справ. пособие. / Я. Мелкумов. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 383 с.
11. Ример М. Экономическая оценка инвестиций / М. Ример, А. Касатов, Н. Матиенко. – СПб.: Питер, 2008. – 480 с.
12. Уотишем Т. Дж. Количественные методы в финансах: учеб. пособие для вузов / Т. Дж. Уотишем, К. Паррамоу. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 527 с.
13. Четыркин Е. Финансовая математика: учеб. / Е. Четыркин. – [4-е изд.]. – М.: Дело, 2004. – 400 с.
14. Этрилл П. Финансовый менеджмент для неспециалистов / П. Этрилл. – [3-е изд.]. – СПб.: Питер, 2006. – 608 с.
15. Fisher I. The theory of interest, as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it / I. Fisher. – New York: The Macmillan company, 1930. – 566 p.

Нормативно-правові акти та рекомендаційні документи

1. Закон України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність” від 12.07.2001 р. № 2658-III.
2. Національний стандарт № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”, затверджений Постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440.
3. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов, утверждено Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ, Государственным комитетом РФ по строительной, архитектурной и жилищной политике № ВК 477 от 21.06.1999 г.
4. Міжнародні стандарти оцінки 2011. – К.: “Аванпост-Прим”, 2012. – 144 с.

Інтернет-ресурси

Таблиці вартості грошей у часі	http://dictionary-economics.ru/art-30#2
Рада з міжнародних стандартів оцінки	http://www.ivsc.org
Українське товариство оцінювачів	http://www.uto.com.ua
Фінансові калькулятори	http://www.calculator.net
Фінансові калькулятори “Інвестиційного консультанта”	http://www.investadviser.com.ua/rus/calculators
Калькулятор складних процентів Комісії з цінних паперів США	http://investor.gov/tools/calculators/compound-interest-calculator
Калькулятори порталу “Інвестопедія”	http://www.investopedia.com/calculator
Фінансові формули та калькулятори	http://www.financeformulas.net

РОЗДІЛ IV

ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ

1. *Нормативно-правові та організаційні основи фінансового інвестування.*
2. *Економічний зміст ринку цінних паперів.*
3. *Характеристика основних видів цінних паперів.*
4. *Учасники ринку цінних паперів:*
 - 4.1. *Емітенти та інвестори.*
 - 4.2. *Торговці цінними паперами.*
 - 4.3. *Депозитарні установи.*
 - 4.4. *Організатори торгівлі.*
5. *Регулювання ринку цінних паперів.*

§ 1. Нормативно-правові основи фінансового інвестування

Відповідно до стандарту бухгалтерського обліку 13 “Фінансові інструменти” *фінансові інвестиції* – це активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (процентів, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора.

Класифікація фінансових інвестицій відповідно до стандартів бухгалтерського обліку наведена на рис. 4.1.

Еквіваленти грошових коштів – короткострокові високоліквідні фінансові інвестиції, які вільно конвертуються у певні суми грошових коштів і які характеризуються незначним ризиком зміни вартості.

Поточні фінансові інвестиції відображають фінансові інвестиції на строк, що не перевищує 1 рік, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент (крім інвестицій, які є еквівалентами грошових коштів).

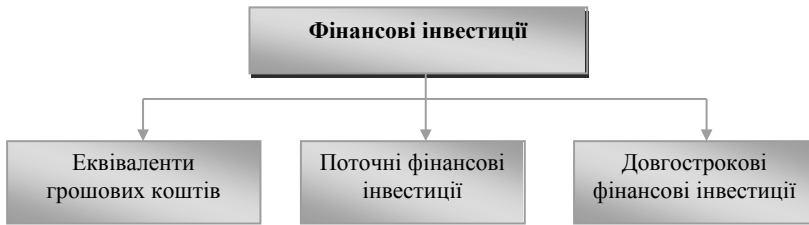


Рис. 4.1. Види фінансових інвестицій відповідно до національних стандартів бухгалтерського обліку

Довгострокові фінансові інвестиції відображаються фінансові інвестиції на період більше 1 року, а також усі інвестиції, які не можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент.

Враховуючи визначення фінансових інвестицій у Податковому кодексі України, а також економічний зміст інвестицій (як вкладень з метою отримання доходу), на рис. 4.2 наведено об'єкти фінансових інвестицій.

Корпоративні права (відповідно до Господарського кодексу України) – це права особи, частка якої визначається у статутному капіталі (майні) господарської організації, що включають правомочності на участь цієї особи в управлінні господарською організацією, отримання певної частки прибутку (дивідендів) даної організації та



Рис. 4.2. Об'єкти фінансових інвестицій

активів у разі ліквідації останньої відповідно до закону, а також інші правомочності, передбачені законом та статутними документами.

Залежно від виду корпоративних підприємств інвестор є власником акцій (акціонерні товариства), часток (товариства з обмеженою відповідальністю, додатковою відповідальністю, повні та командитні товариства), паїв (виробничі кооперативи). При цьому частина корпоративних прав є цінними паперами – акціями.

Полісом (сертифікатом, свідоцтвом) страхування життя посвідчується договір щодо страхування життя, який має ознаки інвестиційного інструменту, оскільки передбачає отримання страховальником інвестиційного доходу.

Дериватив (згідно з Податковим кодексом України) – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах.

Депозит або вклад (згідно з Податковим кодексом України) – кошти, які надаються фізичними чи юридичними особами в управління резиденту, визначеному фінансовою організацією згідно із законодавством України, або нерезиденту на строк або на вимогу та під процент на умовах видачі на першу вимогу або повернення зі впливом встановленого договором строку. Залучення депозитів може здійснюватися у формі емісії ощадних (депозитних) сертифікатів, які належать до цінних паперів.

§ 2. Економічний зміст ринку цінних паперів

Ринок цінних паперів є невід'ємною складовою економічної системи держави, що відрізняється від решти її складових опосередкуванням відносин між суб'єктами економічної діяльності за допомогою цінних паперів та включає певні структурні елементи фінансового ринку, а саме: частину грошового ринку (обіг цінних паперів з строком дії до одного року – депозитні сертифікати, короткострокові облігації), частину ринку капіталів, на якому обертуються довгострокові цінні папери строком більше 1 року, а також сегменти товарного ринку, де економічні відносини опосередковані

за допомогою коносаментів, складських свідоцтв та ринок похідних цінних паперів (ф'ючерси, форварди, опціони тощо).

Головним завданням ринку цінних паперів є залучення інвестицій, які визначають можливість економічного зростання.

Функції ринку цінних паперів:

1) *загальноринкові*: комерційна (отримання прибутків від операцій на ринку цінних паперів); цінова (наявність механізму визначення ринкових цін); інформаційна (учасники ринку отримують регулярну та особливу інформацію про емітентів, а також дані про котирування тих чи інших цінних паперів); регулююча (створення контролюючих органів, які встановлюють процедури та правила торгів, а також установ, що розглядають спори між учасниками);

2) *специфічні* – забезпечення гнучкого міжгалузевого перерозподілу капіталів і мобілізації грошей населення для того, щоб спрямувати їх на розвиток тих галузей, де може бути забезпечена вища економічна ефективність у випуску конкурентоздатної продукції та наданні послуг; мобілізація тимчасово вільних коштів для забезпечення потреб держави та інших інститутів; страхування цінних та фінансових ризиків.

Відповідно до вітчизняного законодавства поняття “ринок цінних паперів” “фондовий ринок” є синонімами.

Ринок цінних паперів можна поділити на складові елементи залежно від класифікаційної ознаки (рис. 4.3).

Первинний ринок цінних паперів – це ринок, на якому здійснюється розміщення цінних паперів у процесі емісії. Акумуляовані кошти надходять до емітента цінних паперів (за “мінусом” комісії посереднику, якщо за його допомогою здійснювався продаж цінних паперів).

Вторинний ринок є ринком, де відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів. Дохід від продажу цінних паперів на цьому ринку належить не емітенту, як на первинному ринку, а власникам (інвесторам або дилерам), які виступають на вторинному ринку у ролі продавців.

Біржовий ринок (регульований) – це торгівля цінними паперами, що здійснюється на фондовій біржі.

Позабіржовий ринок (over-the-counter market, OTC) – це сфера обігу цінних паперів, не допущених до котирування на фондовій біржі.

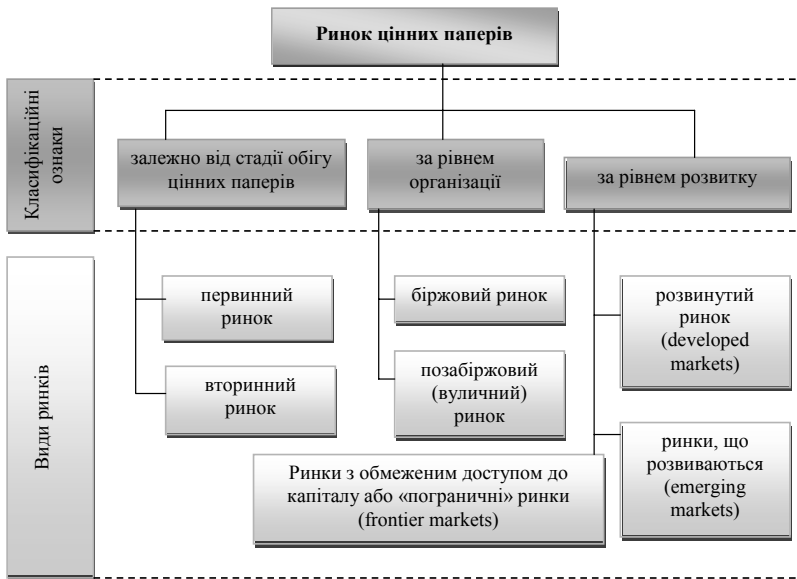


Рис. 4.3. Класифікація ринку цінних паперів (фондового ринку)

Класифікація ринку цінних паперів за рівнем їх розвитку була запропонована компанією *MSCI Barra* при розробці ними міжнародних фондових індексів.

Розвинуті ринки (developed markets) – це ринки цінних паперів з налагодженим ринковим механізмом, розвинутою ринковою інфраструктурою та дуже високою ліквідністю.

Ринки, що розвиваються (emerging markets) – це ринки цінних паперів, які характеризуються зростанням торгів, появою нових інструментів, доволі значними ціновими коливаннями. У межах *emerging markets*, у 2001 р. аналітиком *Goldman Sachs* Джимом О'Нейлом була виділена група країн BRIC, яка з 2011 р. стала BRICS (Brazil, Russia, India, China, South Africa), які мають найбільший потенціал зростання в межах світової економічної системи.

Пограничні ринки (frontier markets) – це нові ринки, інфраструктура яких тільки починає формуватися. Ринок цінних паперів України належить до *frontier markets*.

§ 3. Характеристика основних видів цінних паперів

Цінні папери є предметом торгівлі на фондовому ринку. На основі синтезу значної кількості визначень цієї економічної категорії можна сформулювати, що *цінні папери (ЦП)* є документами, які відображають відносини позики або участь їх власника в капіталі емітента, або право (зобов'язання) купити відповідний актив через певний період, з урахуванням того, що реалізація закладених у них прав неможлива без пред'явлення цих документів або без відповідного облікового запису в депозитарній системі.

У законодавстві Європейського Союзу види цінних паперів визначено в структурі ширшого поняття “фінансові інструменти” (рис. 4.4) відповідно до Директиви ЄС 2004/39 ЄС.



Рис. 4.4. Класифікації фінансових інструментів згідно з європейським законодавством

Цінні папери, що підлягають обігу (Transferable securities) означають ті види цінних паперів, за винятком засобів платежу, що можуть виступати предметом угоди на ринку капіталів:

- акції товариств та інші цінні папери, еквівалентні акціям товариств, участі у капіталі тощо, та депозитарні розписки щодо акцій;
- облигації та інші види боргових зобов'язань у формі цінних паперів, включаючи депозитарні розписки щодо таких цінних паперів;
- будь-які інші цінні папери, що надають право на придбання чи продаж будь-яких цінних паперів, що підлягають обігу, або передбачають грошові розрахунки, пов'язані з цінними паперами, що підлягають обігу, валютою, процентною ставкою, доходністю, товарами, індексами або іншими вимірами.

Інструменти грошового ринку (Money-market instruments) означають ті типи інструментів, якими зазвичай торгують на грошовому ринку, наприклад, treasury bills (короткострокові державні боргові зобов'язання), депозитні сертифікати та commercial papers (короткострокові приватні боргові зобов'язання), за винятком засобів платежу.

Згідно із Законом України “Про цінні папери та фондовий ринок”:

1. *Фінансові інструменти* – цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, процентні строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від процентної ставки, валютного курсу чи фондового індексу (процентні, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та процентні опціони).

2. *Цінні папери* – це документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з проспектом їх емісії (за емісійними цінними паперами), а також можливість передачі прав, що впливають із цих документів, іншим особам.

Класифікацію цінних паперів за певними ознаками до вітчизняного законодавства наведено на рис. 4.5.

Емісійні цінні папери – цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов’язання (емітент).

До емісійних цінних паперів належать: акції; облігації підприємств; облігації місцевих позик; державні облігації України; іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН); інвестиційні сертифікати; казначейські зобов’язання України, облігації міжнародних фінансових організацій.

Неемісійні цінні папери можуть існувати тільки в документарній формі.

Права, посвідчені цінним папером, належать:

1) пред’явникові цінного паперу (цінний папір на пред’явника). Для передачі іншій особі прав достатньо вручити цінний папір цій особі;

2) особі, зазначеній у цінному папері (іменний цінний папір). Якщо цінні папери в документарній формі, то права передаються шляхом *повного індосаменту* (передавальним записом, який засвідчує перехід прав за цінним папером до іншої особи);

3) особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу

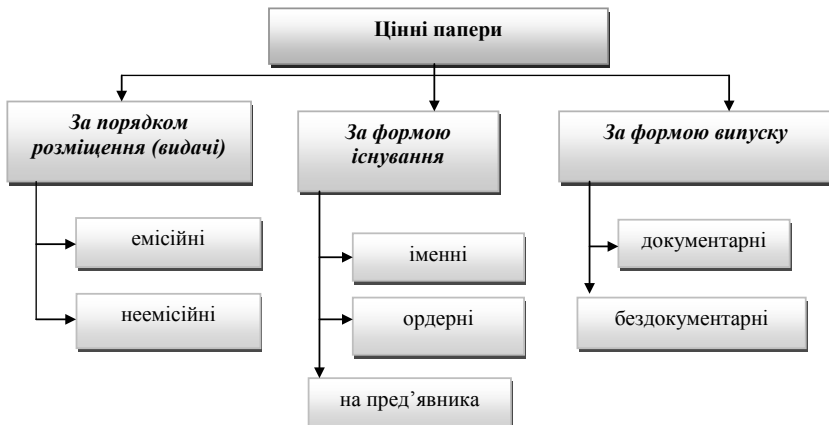


Рис. 4.5. Класифікація цінних паперів відповідно до вітчизняного законодавства

уповноважену особу (ордерний цінний папір). Права передаються шляхом вчинення індосаменту. Особа, яка розмістила (видала) ордерний цінний папір, та індосанти за ним відповідають перед його законним власником солідарно. До ордерних цінних паперів належать векселі.

Згідно з Господарським кодексом України суб'єкти господарювання можуть придбавати акції та інші цінні папери за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків та процентів за банківський кредит.

В Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів (рис. 4.6.):

1) *пайові цінні папери* посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН);

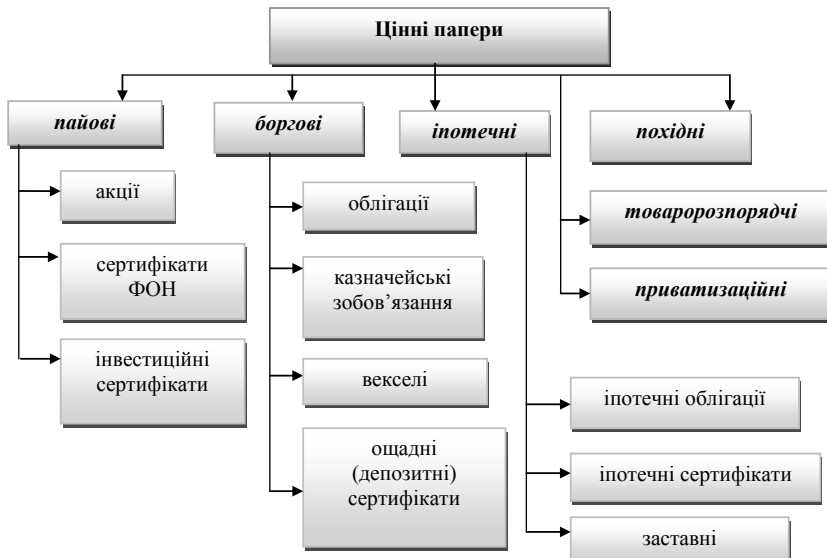


Рис. 4.6. Таксономія цінних паперів в українській практиці

2) *боргові цінні папери* посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання;

3) *іпотечні цінні папери*, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів;

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

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

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

Акція – іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Емітентом акцій є *тільки* акціонерне товариство.

Особливостями випуску та обігу акцій в Україні є такі:

- 1) акціонерне товариство розміщує тільки іменні акції;
- 2) акції існують виключно в бездокументарній формі;
- 3) акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті в розмірі не менше 1 коп.;
- 4) забороняється випуск акцій для покриття збитків, пов'язаних з його господарською діяльністю.

Акціонерне товариство розміщує акції двох типів:

1. *Прості акції* надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації та інші права, передба-

чені законодавством. Прості акції не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери акціонерного товариства.

2. *Привілейовані акції* надають їх власникам *переважні* стосовно власників простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом. Частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25%.

Законом України “Про акціонерні товариства” введено термін “голосуєча акція”, власнику якої надається право голосу на загальних зборах акціонерів для вирішення питань, передбачених законом та статутом акціонерного товариства.

Стандартом бухгалтерського обліку № 24 “Прибуток на акцію” визначено поняття “*потенційна проста акція*” – фінансовий інструмент або інша угода, які дають право на отримання простих акцій. Потенційні прості акції можуть бути двох видів:

- *антирозбавляюча* потенційна проста акція, конвертація якої у прості акції приведе до *збільшення* чистого прибутку (зменшення чистого збитку) на одну просту акцію від звичайної діяльності в майбутньому;
- *розбавляюча* потенційна проста акція, конвертація якої у прості акції призведе до *зменшення* чистого прибутку (збільшення чистого збитку) на одну просту акцію від звичайної діяльності у майбутньому.

В Україні встановлені певні особливості при купівлі значного пакету акцій:

1. Особа, яка має намір придбати акції, що з урахуванням кількості акцій, які належать їй та її афілійованим особам, за наслідками такого придбання становитимуть 10% і більше простих акцій товариства (значний пакет акцій), зобов’язана не пізніше ніж за 30 днів до дати придбання товариству подати письмове повідомлення про свій намір та оприлюднити його.

2. Особа (особи, що діють спільно), яка стала власником контрольного пакета акцій товариства (50% і більше), протягом 20 днів з

дати придбання зобов'язана запропонувати всім акціонерам придбати у них прості акції товариства.

У міжнародній практиці з обігом акцій пов'язана емісія депозитарних розписок, які в деяких країнах належать до цінних паперів (наприклад, Росія, США тощо).

Депозитарна розписка – це сертифікат, який випускає банк-депозитарій. Цей сертифікат засвідчує власність на певну кількість депозитарних акцій, котрі надають право власності на певну кількість цінних паперів іноземного приватного емітента, що зберігаються в депозитарному банку держави, в якій емітент зареєстрований.

Вони вперше з'явилися у 1927 р. у вигляді американських депозитарних розписок (American Depository Receipts, ADR), які випустив банк JP Morgan на акції британської мережі універмагів *Selfridges*. Причиною випуску була заборона англійського законодавства місцевим компаніям реєструвати за кордоном акції без базуючого в державі трансфертного агента. Свою сучасну форму ADR отримали в 1955 р., коли Комісія з цінних паперів і бірж США (Securities and Exchange Commission, SEC) ввела форму S-12 для реєстрації всіх програм розміщення депозитарних розписок.

Існує 5 видів ADR: неспонсоровані та 4 види спонсорованих.

Неспонсоровані депозитарні розписки випускають один чи кілька депозитаріїв згідно з існуючим попитом на ринку, але без формальної згоди з компанією-емітентом.

Спонсоровані депозитарні розписки випускають з ініціативи та за активною участю компанії-емітента цінних паперів. Ці розписки поділяють на:

ADR 1-го рівня;

ADR 2-го рівня;

ADR 3-го рівня;

ADR, які випускають за Правилем 144 А (“приватне розміщення”).

Головною рисою спонсорованих ADR є укладення угоди між компанією-емітентом і депозитарієм, в якій визначають всі права та обов'язки учасників проекту.

Сьогодні неспонсоровані депозитарні розписки є застарілими, і їх майже не випускають.

ADR 1-го рівня сьогодні найбільш поширеніші. Їх випускають на акції, що вже є в обігу, тобто емітент не має можливості залучити додатковий капітал. Витрати на випуск розписок цього виду найменші й становлять близько \$29 тис. На основі Правил 12g3-2 (в) випуск не потребує реєстрації в SEC. Необхідно лише подати реєстраційну заявку за формою F-6, звернення в SEC з метою звільнення від реєстрації та інформацію, яку емітент оприлюднив або повинен оприлюднити згідно з чинним законодавством свого місцезнаходження чи реєстрації.

ADR 2-го рівня (Listing) залучає акції, які вже випущені й перебувають в обігу, так як і ADR 1-го рівня. Цей проект вимагає повного дотримання всіх вимог SEC, перш за все, це подання фінансової звітності згідно з міжнародними стандартами фінансової звітності GAAP (Generally Accepted Accounting Principles). На основі цієї реєстрації ADR можуть котируватися на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE) та на біржі NASDAQ. Цей вид розписок не дуже поширений, оскільки, подаючи фінансову звітність за стандартами GAAP та ще деяку інформацію, можна випустити ADR 3-го рівня (Offering), які випускають на акції, що проходять первинне розміщення, тобто емітент має змогу залучити додатковий фінансовий капітал. Вартість такого випуску депозитарних розписок є найдорожчою і становить від \$ 400 тис. до \$ 900 тис.

Розміщення ADR згідно з Правил 144 А передбачає розповсюдження розписок лише серед обмеженої кількості інвесторів – кваліфікованих інституційних інвесторів QIBs (див. розділ II). Реєстрація в SEC цього виду розписок не вимагається.

Крім американських розписок, у 1990 р. розпочато випуск глобальних депозитарних розписок (GDR). Випуск розписок такого типу дає змогу залучити більше інвесторів: 1) перший транш, який випускають в обіг за Положенням “Regulation S” Закону США “Про цінні папери” 1933 р., може бути проданий інвестиційним інвесторам у всьому світі, за винятком США; 2) другий транш може бути проданий QIBs у США шляхом приватного розміщення за Правил 144 А. Перевага GDR полягає в можливості залучення європейських інвесторів.

EDR (Euro-Denominated Depository Receipts), що номіновані в євро на відміну від ADR і GDR, які номіновані в доларах США. Їх вперше ви-

пустив у 1999 р. Citibank у співробітництві з Паризькою фондовою біржею, що мало на меті збільшити ринок депозитарних розписок у Європі.

У російському законодавстві (змінами в Закон “Про ринок цінних паперів” від 30.12.2006 р.) передбачений випуск російських депозитарних розписок (РДР) – іменні емісійні цінні папери, які не мають номінальної вартості, що засвідчують право власності на певну кількість акцій або облігацій іноземного емітента і закріплюють право її власника вимагати від емітента РДР отримання взамін РДР відповідної кількості цінних паперів, і надання послуг, пов’язаних з реалізацією власником РДР прав, закріплених наданими цінними паперами. За станом на перше півріччя 2013 р. випущені тільки РДР на акції “United Company RUSAL Plc”.

Інвестиційний сертифікат – цінний папір, емітентом якого є компанія з управління активами пайового інвестиційного фонду та який засвідчує право власності учасника пайового фонду на частку в пайовому фонді та право на отримання дивідендів (для закритого пайового фонду).

Сертифікат ФОН – цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Випускати сертифікати мають право фінансові установи (з мінімальним статутним капіталом не менше 1 млн. євро), які створили фонд операцій з нерухомістю (ФОН) та здійснюють залучення коштів фізичних та юридичних осіб в управління з метою фінансування будівництва житла. ФОН не є юридичною особою. Емітент сертифікатів ФОН є управителем ФОН.

Облігація – цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов’язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений умовами розміщення облігацій строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

За підрахунками експертів, існує більше 80 спеціальних термінів, що описують різні види ринкових боргових інструментів.

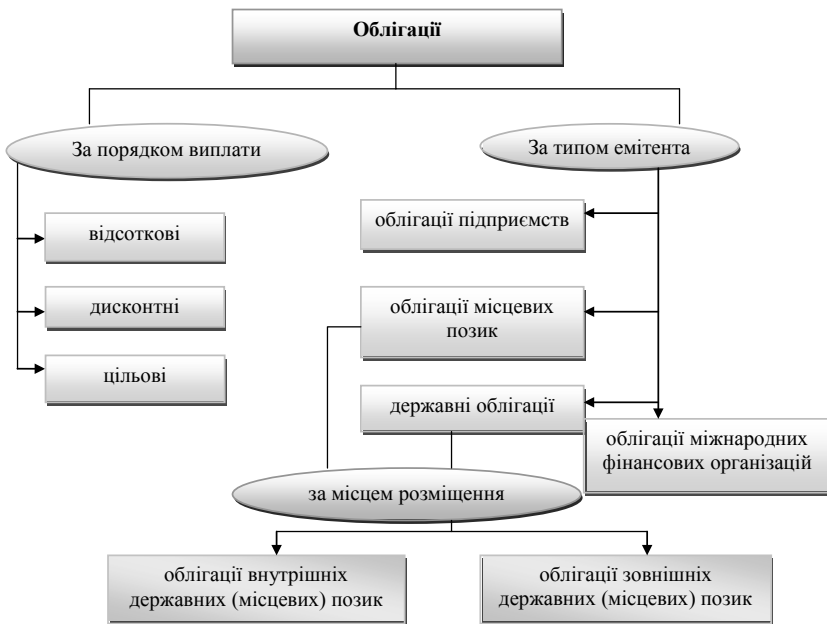
Порівняння акцій та облігацій за їх основними характеристиками наведено в табл. 4.1.

Таблиця 4.1

Порівняльна характеристики основних ознак акцій та облигацій

Ознака	Акція	Облігація
Тип доходу, що сплачується за цінним папером	дивіденди	проценти
Строк обігу	безстрокові	визначено умовами емісії
Тип відносин між емітентом та власником	відносини співвласності в акціонерному товаристві	відносини позики
Право управління емітентом	передбачені	не передбачені
Повернення номіналу цінного паперу	у разі достатності коштів при ліквідації емітентів	після завершення строку обігу
Форма випуску	бездокументарна	бездокументарна
Форма існування	іменні	іменні, на пред'явника

Емітент може розмішувати такі види облигацій (рис. 4.7):

**Рис. 4.7. Класифікація облигацій**

1) *відсоткові облигації* – облигації, за якими передбачається виплата процентних доходів;

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

3) *цільові облигації* – облигації, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі товарів та/або надання послуг відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облигацій, а також шляхом сплати коштів власнику таких облигацій у випадках та порядку, передбачених проспектом емісії облигацій. Такі види облигацій як правило випускаються при фінансуванні будівництва житла і погашення здійснюється відповідним житлом.

Рішення про розміщення *облигацій місцевих позик* приймає Верховна Рада Автономної Республіки Крим або міська рада відповідно до вимог, установлених бюджетним законодавством.

Відповідним положенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку встановлено обмежувальні вимоги щодо емісії цього виду облигацій.

Так, сукупний обсяг запозичень до місцевого бюджету не може перевищувати обсягу дефіциту бюджету розвитку місцевого бюджету на відповідний рік.

Кошти від розміщення облигацій, які отримує емітент, залучаються до фінансування лише бюджету розвитку відповідного місцевого бюджету.

Видатки на обслуговування боргу місцевих бюджетів не можуть щорічно перевищувати 10% видатків від загального фонду відповідного місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, коли планується обслуговування боргу.

Крім того, в Бюджетному кодексі встановлено, що місцеві за позичення можуть здійснювати лише міські ради міст з чисельністю населення понад триста тисяч жителів.

Загальний обсяг місцевого боргу та гарантованого Автономною Республікою Крим чи територіальною громадою міста боргу за станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200%,

хоча для міста Києва зроблено виняток – 400%, середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку.

Держава (в особі Міністерства фінансів) може здійснювати емісію:

– *державних облігацій* – підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій (випускаються в бездокументарній формі);

– *казначейських зобов'язань* – державний цінний папір, що розміщується лише на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України (випускаються в бездокументарній та документарній формі).

Державні облігації і казначейські зобов'язання України можуть бути:

- довгострокові – понад 5 років;
- середньострокові – від 1 до 5 років;
- короткострокові – до 1 року.

Емісія державних облігацій та казначейських зобов'язань України є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Державні облігації поділяються на:

– *облігації внутрішніх державних позик (ОВДП)* розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку;

– *облігації зовнішніх державних позик (ОЗДП)* розміщуються на міжнародних фондових ринках;

– *цільові облігації внутрішніх державних позик (ЦОВДП)*, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах. Кошти, залучені до Державного бюджету України від розміщення ЦОВДП використовуються *виключно* для фінансування державних або регіональних програм і проектів на умовах їх повернення в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

Продаж ОВДП та казначейських зобов'язань здійснюється в національній або іноземній валюті, а ОЗДП – у валюті запозичення.

Обсяг емісії казначейських зобов'язань України у сукупності з емісією державних облігацій не може перевищувати граничного обсягу внутрішнього і зовнішнього державного боргу та обсягу пов'язаних з обслуговуванням державного боргу видатків, визначених законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

Рішення про розміщення державних облігацій і казначейських зобов'язань та умови їх випуску приймається згідно з Бюджетним кодексом України.

Виплата доходів і погашення державних облігацій України здійснюються грошима або державними облігаціями України інших видів за згодою сторін.

Умови розміщення казначейських зобов'язань України можуть передбачати їх погашення шляхом зменшення зобов'язань перед Державним бюджетом України власника казначейського зобов'язання України на вартість цього зобов'язання.

14 квітня 2009 р. було прийнято Постанову КМУ про випуск казначейських зобов'язань на суму 500 млн. грн. із строком обігу 1 рік з 4 купонами на 10 грн. (купонна ставка 8% річних). 01 квітня 2014 р. прийнято Постанову КМУ про випуск казначейських зобов'язань "Військові" на суму 100 млн. грн. із строком обігу 2 роки з 4 купонами на 35 грн. (купонна ставка 7% річних).

Ощадний (депозитний) сертифікат є цінний папір, який підтверджує суму вкладу, внесеного у банк, і права вкладника на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

Цей вид цінних паперів може існувати виключно в документарній формі, іменними та на пред'явника.

Вексель – цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю).

Векселі поділяються на:

– *прості (соло-векселі)*, які містять зобов'язання векселедавця сплатити у зазначений строк визначену суму грошей власнику векселя (векселедержателю);

– *переказні (тратти)*, які містять письмовий наказ однієї юридичної або фізичної особи (трасанта, векселедавця) іншій особі (трасату) сплатити у зазначений строк визначену суму грошей третій особі (ремітенту, векселедержателю).

Видавати переказні і прості векселі можна лише для оформлення грошового боргу за фактично поставлені товари, виконані роботи, надані послуги (крім фінансових векселів).

Законодавством України передбачено випуск фінансових векселів:

- 1) фінансові банківські векселі (їх випуск регулюється НБУ);
- 2) фінансові казначейські векселі, які можуть використовуватися для сплати узгоджених грошових зобов'язань, заборгованості перед бюджетом та бюджетного фінансування (їх випуск регулюється Кабінетом Міністрів України);

- 3) фінансові векселі Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Векселі існують виключно у документарній формі та передають шляхом індосаменту.

Фінансовий банківський вексель видається в документарній формі як електронний документ. Фінансовий казначейський вексель видається в документарній формі як паперовий або як електронний документ.

Індосамент (передатний напис, жиро; від італ. in dosso – на хребті) – особливий (спеціальний) передатний запис на звороті векселя або на додатковому аркуші (алонжі), що засвідчує перехід права за цим документом до іншої особи (рис. 4.8). В Україні згідно із Законом “Про ціні папери та фондовий ринок” індосамент здійснюється на ордерних цінних паперах.

Згідно з традиційною концепцією, яка започаткована в працях Жака Саварі, зародження індосаменту відбулося близько 1620 р. у Франції, а виникнення індосаменту зводиться до його законодавчого визнання.

Хоча поняття “індосамент” і сама форма операції походять з Франції, відомі більш давні свідчення про використання індосування векселів. І сам строк, і написи про передачу на звороті документа зустрічаються в Англії задовго до найдавнішого французького документа, датованого 1389 р., який вважається першим свідченням про

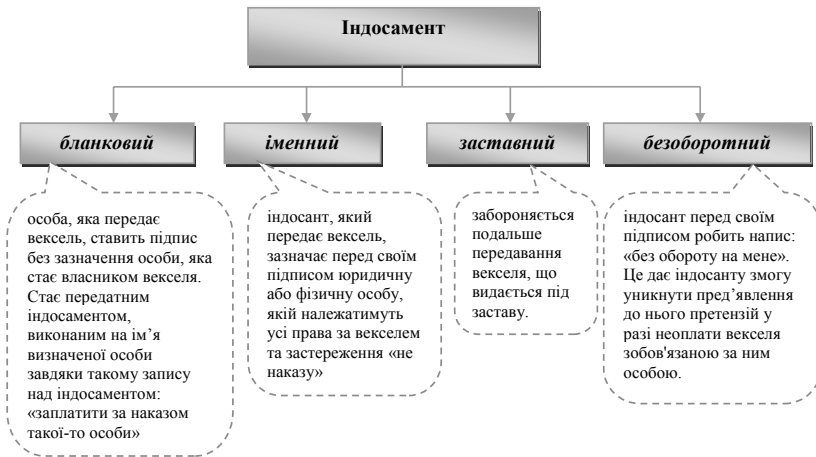


Рис. 4.8. Види індосаменту

операцію індосування. Зокрема, в 1289 та 1297 рр. було зроблено записи про аванс на зворотній стороні королівського чека, які в 1353 р. були названі авансом за королівським борговим листом (indorsentur).

З векселями можуть здійснюватися такі основні види операцій:

1) *аваль* – вексельне поручительство, за яким особа (аваліст), яка його здійснює, бере на себе відповідальність перед власником векселя за виконання векселедавцем (акцептантом або індосантом) зобов'язань щодо оплати цього векселя;

2) *акцепт векселя* – напис платника на переказному векселі (тратті) про згоду на оплату;

3) *врахування векселя* – придбання банком векселя до настання строку платежу за ним у векселедержателя за грошові кошти з дисконтом;

4) *доміциляція векселя* – призначення за векселем особливого місця платежу, що відрізняється від місцезнаходження особи, яка зазначена як платник за векселем, шляхом проставлення доміциляційної формули (напису на векселі, що обумовлює особливе місце платежу);

5) *зберігання векселів* – здійснення банком за дорученням, від імені та за рахунок векселедержателя операцій з векселями на підставі одержаних від векселедержателя інструкцій;

б) *інкасування (інкасо) векселя* – здійснення банком за дорученням векселедержателя операції з векселем з метою одержання платежу.

Законний векселедержатель має право (*право регресу – право зворотної вимоги*) в разі неможливості отримати платіж за векселем у строк притягнути кожного, хто поставив свій підпис на векселі, до відповідальності та вимагати сплати вексельної суми від кожного з них.

Згідно із Законом України “Про інвестиційну діяльність” векселі *не є* об’єктами інвестиційної діяльності.

Українські емітенти та інвестори можуть здійснювати випуск, купівлю-продаж цінних паперів на міжнародних фінансових ринках, зокрема *на ринку єврооблігацій*.

Боргові європапери поділяються на такі види (сутність інструментів розкрито на основі підходу Міжнародного валютного фонду):

1. Євро-комерційні папери (euro-commercial paper, ECP) – незабезпечені зобов’язання на пред’явника, які випускаються строком від декількох днів до одного року (найбільше строком 182 дні) на мінімальну суму, як правило, \$500 тис.

2. Євроноти (euronotes) – з одного боку визначаються також як короткострокові фінансові інструменти (як ECP), а з іншого – як середньострокові боргові цінні папери (euro-medium term notes, EMTNs), які емітуються на пред’явника строком від 1 до 5 років. Ці інструменти випускаються швидше, ніж єврооблігації, оскільки при їх емісії можлива “полична” реєстрація (shelf registration), тобто можна здійснити одноразову реєстрацію, а реальний продаж здійснювати протягом двох років у міру необхідності.

3. Єврооблігації (eurobonds) – це бонди, що випускаються іноземним емітентом, деноміновані в доларах США, євро, японських йенах тощо, андеррайтинг і продаж яких здійснює міжнародний синдикат фінансових інститутів.

Згідно з Директивою ЄС 2004/39/ЄС ноти та облігації належать до цінних паперів, що підлягають обігу. Водночас, євро-комерційні папери належать до інструментів грошового ринку.

Єврооблігації поділяються на такі види:

- єврооблігації з фіксованою ставкою процента (straight fixed rate bonds);

- з плаваючою ставкою процента (floating rate bonds);
- облігації, пов'язані з активами (equity related bonds), які поділяються на такі види:
 - конвертовані (convertibles) – дають право власнику конвертувати облігацію в прості акції на умовах, визначених у проспекті емісії;
 - з варрантами на акції (warrants).

Регулювання ринку єврооблігацій здійснює Міжнародна асоціація ринків капіталу (ICMA), яка була створена у 2005 р. шляхом об'єднання ISMA (Міжнародна асоціація ринку цінних паперів) та IPMA (Міжнародна асоціація первинних дилерів). Регуляторний орган Швейцарії трактує цю організацію як “інститут, подібний до біржі”, а регулятор Великобританії надав статус саморегулювальної організації на ринку цінних паперів та призначеної інвестиційної біржі (Designated Investment Exchange, DIE). ICMA встановлює правила та стандарти випуску європаперів, які викладені у відповідному збірнику IPMA Hand Book.

Іпотечні цінні папери – це боргові фінансові інструменти, випуск та обіг яких пов'язаний з іпотечними правовідносинами (рис. 4.9).

Зміст основних категорій щодо іпотечних цінних паперів відображено в табл. 4.2.

Заставна – це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за осно-

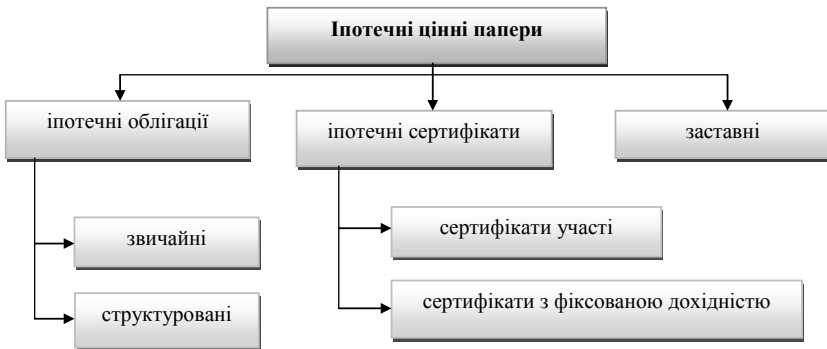


Рис. 4.9. Класифікація іпотечних цінних паперів

Таблиця 4.2

Основні категорії іпотечних відносин

Категорія	Зміст
Іпотека	вид забезпечення виконання зобов'язання нерухомим майном, що залишається у володінні і користуванні іпотекодавця, згідно з яким іпотекодержатель має право в разі невиконання боржником забезпеченого іпотекою зобов'язання одержати задоволення своїх вимог за рахунок предмета іпотеки переважно перед іншими кредиторами цього боржника.
Іпотечні активи	реформовані в консолідований іпотечний борг зобов'язання за договорами про іпотечний кредит здійснювати платежі в рахунок погашення основного зобов'язання протягом строку обігу сертифікатів.
Основне зобов'язання	зобов'язання боржника за договорами позики, кредиту, купівлі-продажу, лізингу тощо.
Іпотечний пул	об'єднання іпотек за іпотечними договорами, що забезпечує виконання основних зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг.
Консолідований іпотечний борг	зобов'язання за договорами про іпотечний кредит, реформовані кредитодавцем.

вним зобов'язанням, а в разі невиконання основного зобов'язання – право звернути стягнення на предмет іпотеки.

Заставна оформлюється, якщо її видача передбачена іпотечним договором. Першим власником заставної є особа, яка на момент видачі заставної відповідно до умов іпотечного договору має статус іпотекодержателя (кредитора за основним зобов'язанням).

Власник заставної може до настання строку виконання боржником зобов'язань за заставною проводити операції з рефінансування власної діяльності шляхом залучення додаткових грошових коштів від інших осіб (рис. 4.10).

Іпотечний сертифікат – особливий вид боргового цінного паперу, забезпечений іпотечними активами або іпотеками.

Іпотечні сертифікати можуть бути випущені у вигляді:

- сертифікатів із фіксованою дохідністю;
- сертифікатів участі.

Іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю – це сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права



Рис. 4.10. Види операцій із заставними

власників: 1) право на отримання номінальної вартості та процентів за сертифікатами; 2) право на задоволення вимог – у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань – з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

Ризик дострокового виконання основних зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг, приймає на себе емітент сертифікатів з фіксованою дохідністю.

Іпотечні сертифікати участі – це сертифікати, які забезпечені іпотеками та посвідчують частку його власника у платежах за іпотечними активами. Власник сертифікатів участі має такі права:

- 1) право на отримання частки у платежах за іпотечними активами;
- 2) право на задоволення вимог – у разі невиконання емітентом взятих на себе зобов'язань – з вартості іпотечних активів, які знаходяться у довірчій власності управителя.

Власник сертифікатів участі приймає на себе ризик дострокового виконання зобов'язань боржниками за договорами про іпотечний кредит, реформованими в іпотечний актив.

Модель, за якою випускаються сертифікати участі, передбачає, що власники сертифікатів (установники управління) передають управителю іпотечні активи у довірчу власність.

Модель, за якою випускаються сертифікати з фіксованою дохідністю, передбачає, що власником іпотечних активів є емітент (установник управління).

У ролі *управителя за іпотечними сертифікатами* має виступати фінансова установа (в т. ч. й банк-емітент сертифікатів).

Вітчизняним законодавством встановлені обмеження щодо випуску іпотечних сертифікатів:

1) загальна номінальна вартість сертифікатів з фіксованою дохідністю або вартість іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів участі, випущених емітентом, не може перевищувати 50-кратного розміру власного капіталу емітента;

2) обсяг здійснюваного випуску сертифікатів має бути не менше суми, еквівалентної 100 тис. євро;

3) загальний розмір емісії сертифікатів не може перевищувати вартість іпотечних активів;

4) строк обігу сертифікатів не може перевищувати строк дії договорів про іпотечний кредит, реформованих в іпотечні активи, які є забезпеченням випуску сертифікатів, строку існування іпотечних активів та строку відчуження іпотечних активів;

Іпотечні сертифікати підлягають вільному обігу серед юридичних і фізичних осіб.

Сертифікати можуть бути випущені в документарній та бездокументарній формі, іменні та на пред'явника. Сертифікати участі є іменними цінними паперами.

Згідно із законодавством України *іпотечними облигаціями* є цінні папери, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям.

Основна відмінність між облигаціями та іпотечними облигаціями полягає в тому, що за іпотечними облигаціями у разі невиконання емітентом зобов'язань їх власнику надається право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття.

Ці інструменти мають також такі характеристики:

- є іменними цінними паперами;
- засвідчують внесення грошових коштів її власником і підтверджують зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цих облігацій та грошового доходу;
- існують виключно в бездокументарній формі;
- іпотечне покриття за облігаціями відокремлюється від іншого майна емітента та не включається до ліквідаційної маси емітента.

Можуть випускатися такі види іпотечних облігацій: звичайні та структуровані.

Звичайні іпотечні облігації – це боргові цінні папери, емітентом яких є іпотечний кредитор (банк), що несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими облігаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном, на яке може бути здійснене стягнення.

При випуску *структурованих іпотечних облігацій* їх емітентом є спеціалізована іпотечна установа (може бути дочірня установа банку), яка відповідає за цими зобов'язаннями лише іпотечним покриттям.

У табл. 4.3 здійснено порівняння іпотечних сертифікатів та облігацій.

На момент реєстрації випуску іпотечних облігацій іпотечне покриття формується виключно з іпотечних активів. Іпотечні та інші активи, включені до складу іпотечного покриття іпотечних облігацій, вважаються переданими у заставу, яка забезпечує виконання зобов'язань емітента-заставадавця перед власниками іпотечних облігацій-заставодержателями (на відміну від іпотечних сертифікатів).

Власники іпотечних облігацій – заставадержателі *мають вищий пріоритет* перед правами чи вимогами інших осіб щодо іпотечного покриття.

Протягом строку обігу звичайних іпотечних облігацій сукупний розмір іпотечних активів, зобов'язання боржників за якими забезпечені іпотекою житлових будинків або квартир, повинен становити *не менше ніж 85 %* від сукупного розміру усіх іпотечних активів, включених до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій.

Таблиця 4.3

**Основні характеристики іпотечних сертифікатів
та іпотечних облігацій**

Тип іпотечного цінного паперу	Емітент	Забезпечення виконання зобов'язань	Статус іпотечних активів	Ризик дострокового погашення цінних паперів
Іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю	Банк або інша фінансово-кредитна установа	Іпотечні активи	Перебувають у власності емітента	Несе емітент
Іпотечні сертифікати участі	Банк або інша фінансово-кредитна установа	Іпотеки	Перебувають у довірчій власності управителя та у власності покупців сертифікатів	Несе інвестор
Звичайні іпотечні облігації	Банк	Іпотечні активи	Перебувають у заставі власників облігацій	Несе емітент
Структуровані іпотечні облігації	Спеціалізована іпотечна установа	Іпотечні активи	Перебувають у заставі власників облігацій	Несе інвестор

Окремі іпотечні активи виключаються зі складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій лише у зв'язку з їх заміною (наприклад, у разі дострокового припинення іпотеки). Якщо емітент не має у своєму розпорядженні нових іпотечних активів, які мають бути включені до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій, емітент має право включити до складу іпотечного покриття:

- 1) державні цінні папери або цінні папери, повністю гарантовані державою;
- 2) грошові кошти, розміщені емітентом на окремому депозитному рахунку в банку.

Розмір цих активів не може перевищувати 25% від розміру іпотечного покриття.

При випуску структурованих іпотечних цінних паперів заміна або доукомплектування іпотечного покриття у разі дострокового погашення іпотечних кредитів не здійснюється, що створює ри-

зик дострокового погашення іпотечних облігацій для інвестора та зменшує інвестиційну привабливість цих фінансових інструментів. Уникнути таких ризиків можна шляхом включення в проспект емісії можливості здійснення декількох випусків (траншів) іпотечних цінних паперів у межах одного іпотечного покриття з різним пріоритетом щодо погашення.

Емітентом структурованих іпотечних облігацій є *спеціалізована іпотечна установа*, яка є фінансовою установою, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів та випуск структурованих іпотечних облігацій.

Ліквідація спеціалізованої іпотечної установи до повного виконання зобов'язань за структурованими іпотечними облігаціями може здійснюватися виключно за рішенням суду. У разі порушення провадження у справі про банкрутство особи, яка відступила права за іпотечними активами, або призначення тимчасової адміністрації, розпорядник такої особи не може вимагати повернення цих іпотечних активів.

Управління іпотечним покриттям іпотечних облігацій покладається на *управителя*, який має бути фінансовою установою та діяти на підставі відповідної ліцензії НКЦПФР.

Розмір зареєстрованого статутного капіталу для діяльності з управління іпотечним покриттям структурованих іпотечних облігацій має бути повністю сплаченим грошовими коштами у розмірі, не меншому ніж 35 млн. грн., а для діяльності з управління іпотечним покриттям звичайних іпотечних облігацій – не меншому ніж 25 млн. грн.

Управитель та емітент іпотечних облігацій не можуть бути пов'язаними особами.

Похідні цінні папери щодо їх складу у вітчизняному законодавстві не визначені, однак за економічним змістом (табл. 4.4) сюди можуть бути віднесені деривативи (англ. derivative – похідний).

У практиці США деривативи відносяться до цінних паперів (securities) відповідно до Закону “Про цінні папери” від 1933 р. (Securities Act of 1933).

Відповідно до Директиви ЄС MiFID до деривативів належать:

1) опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти щодо цінних паперів, валюти,

Таблиця 4.4

Порівняння понять “похідні цінні папери” та “дериватив”

Поняття “похідні цінні папери” в Законі “Про цінні папери та фондовий ринок”	Поняття “дериватив” у Податковому кодексі України
цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов’язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів	стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов’язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах

процентних ставок, ставок доходності або іншими деривативами стосовно фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима. Цю групу деривативів можна назвати фінансовими;

2) опціони, ф’ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти щодо товарів, розрахунки за якими повинні бути здійсненні грошима або можуть бути здійсненні грошима на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності). Цю групу деривативів можна назвати товарними;

3) опціони, ф’ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти щодо товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, за умови, якщо вони знаходяться в обігу на регульованому ринку та/або в рамках багатосторонніх торговельних засобів (БТЗ). Цю групу деривативів можна назвати біржовими товарними;

4) опціони, ф’ючерси, свопи форвардні та будь-які деривативні інші контракти щодо товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, якщо вони не для комерційних цілей, мають характерні ознаки інших похідних фінансових інструментів, зважаючи на те, чи кліринг здійснено через визнані клірингові установи, або є предметом маржинальних розрахунків;

5) деривативні інструменти для передачі кредитного ризику (кредитні деривативи);

6) опціони, ф’ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти, пов’язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції чи будь-якими іншими офі-

ційними економічними статистичними даним щодо яких розрахунки повинні бути здійснені грошима або можуть бути здійснені грошима, на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності), а також щодо інших контрактів стосовно деривативів, пов'язаних з активами, правами, зобов'язаннями, індексами та заходами, що мають характерні ознаки інших деривативів, фінансових інструментів, зважаючи, між іншим, на те, чи вони знаходяться в обігу на регульованому ринку або БТЗ, кліринг здійснюється через визнані клірингові установи, або є предметом маржинальних розрахунків.

Згідно з Податковим кодексом України до деривативів належать (рис. 4.11):

1) *своп* – цивільно-правова угода про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) протягом дії контракту;

2) *форвардний контракт* – цивільно-правовий договір, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установлений строк передати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установлений строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором. Усі умови форварда визначаються сторонами контракту під час його укладення. Укладення форвардів та їх обіг здійснюються поза організатором торгівлі стандартизованими строковими



Рис. 4.11. Основні види деривативів

контрактами. Операції з форвардами найбільше здійснюються на валютному ринку. Згідно з нормативно-правовим актом НБУ валютна операція на умовах “форвард” передбачає виконання цієї операції (з поставкою валюти за договором) пізніше ніж на 2 робочий день після дня укладення договору;

3) *ф'ючерсний контракт (ф'ючерс)* – стандартизований строковий контракт, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установленний строк (дата виконання зобов'язань за ф'ючерсним контрактом) передати базовий актив у власність покупця на визначених специфікацією умовах, а покупець зобов'язується прийняти базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену сторонами контракту на дату його укладення. Ф'ючерсний контракт виконується відповідно до його специфікації шляхом постачання базового активу та його оплати коштами або проведення між сторонами контракту грошових розрахунків без постачання базового активу. Виконання зобов'язань за ф'ючерсом забезпечується шляхом створення відповідних умов організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами;

4) *опціон* – цивільно-правовий договір, згідно з яким одна сторона контракту одержує *право* на придбання (продаж) базового активу, а інша сторона бере на себе безумовне зобов'язання продати (придбати) базовий актив у майбутньому протягом строку дії опціону чи на встановлену дату (дату виконання) за визначеною під час укладання такого контракту ціною базового активу. За умовами опціону покупець виплачує продавцю премію опціону.

Основна відмінність між опціоном та ф'ючерсами і форвардами полягає в тому, що за опціонами покупець має *право* на придбання чи продаж базового активу, а за ф'ючерсами та форвардами – *зобов'язання* купити базовий актив (табл. 4.5).

Нормативним документом НКЦПФР передбачено випуск *опціонного сертифіката* – стандартного документа, що засвідчує право його власника на придбання в емітента сертифіката (опціонний сертифікат на придбання) або на продаж емітентові сертифіката (опціонний сертифікат на продаж) базового активу в строк та на умовах, визначених у проспекті емісії цих сертифікатів.

Таблиця 4.5

Порівняльна характеристика основних видів деривативів

Ознаки	своп	форвард	опціон	ф'ючерс
Дії покупця щодо базового активу	обмін активами та періодичними платежами	зобов'язання купити	право купити або продати	зобов'язання купити
Дії продавця щодо базового активу	обмін активами та періодичними платежами	зобов'язання продати	зобов'язання купити-продати	зобов'язання продати
Сфера обігу	позабіржовий ринок	позабіржовий ринок	біржовий ринок для стандартних (ванілових) опціонів та позабіржовий ринок для нестандартних (екзотичних) опціонів	біржовий ринок

Опціонні сертифікати (*на відміну від опціонів*) є емісійними інструментами, які емітент випускає серіями з однаковою ціною та однаковим строком дії.

Строк виконання зобов'язань за опціонними сертифікатами, як правило, не може перевищувати *6 місяців*. Розміщення та обіг опціонних сертифікатів здійснюються на фондових біржах.

Опціони та опціонні сертифікати мають такі характеристики:

1) базовий актив (*underlying asset*) – цінні папери, інші фінансові та/або товарні ресурси, що є предметом виконання зобов'язань за опціоном;

2) ціна виконання (страйк, від англ. *strike; exercise price*) – ціна базового активу, визначена в опціоні;

3) премія (*premium*) – ціна, що сплачується покупцем опціону його продавцю за набуте право скористатися опціоном;

4) дата експірації (*expiration date*) – дата завершення строку дії опціону.

Опціони (як і решта деривативів) можуть завершуватися постачанням базового активу або бути розрахунковими (здійснюються лише грошові розрахунки без фізичної поставки базового активу).

Опціони за стоком виконання поділяються на:

- 1) американські (american options) – можуть бути виконанні в будь-який день протягом дії опціону;
- 2) європейські (european options) – можуть бути виконані лише в день експірації.

В Україні передбачений обіг обох типів опціонів або опціонних сертифікатів.

Опціони залежно від прав покупця поділяються на:

- опціон на купівлю (опціон call) – надає право покупцю *купити* певну кількість базового активу;
- опціон на продаж (опціон put) – надає право покупцю *продати* певну кількість базового активу;

Залежно від співвідношення ціни страйк та ціни базового активу опціони call можуть бути:

- “у грошах” (*ITM, in the money*), якщо ринкова ціна базового активу вище ціни страйк;
- “біля грошей” (*ATM, at the money*), якщо ринкова ціна базового активу приблизно рівна ціні виконання опціону;
- “поза грошима” (*OTM, out the money*), якщо ринкова ціна базового активу менша за ціну страйк.

Премія за опціонами складається з двох частин (рис. 4.12):

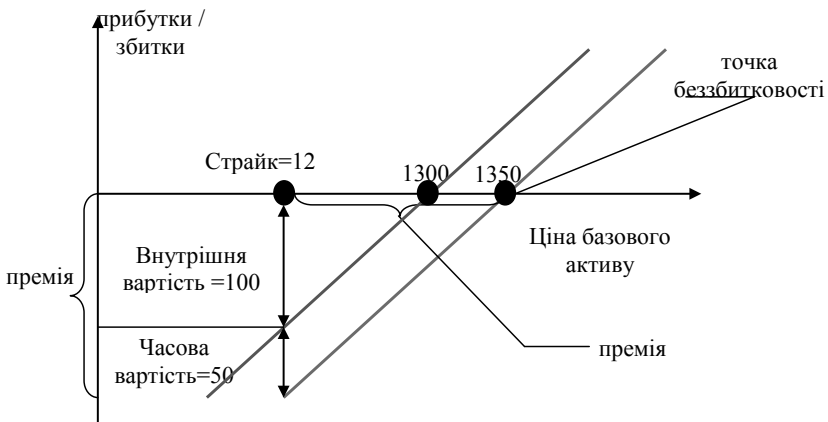


Рис. 4.12. Структура вартості опціону

1) внутрішня вартість (intrinsic value) – це різниця між ринковою ціною базового активу та страйком;

2) часова вартість (time value) – сума, яку покупець погоджується заплатити, прогнозуючи збільшення вартості опціону (або базового активу) до моменту експірації.

При купівлі опціону call максимальним збитком покупця є його премія. Обсяг прибутку не обмежений і залежить від величини зростання ринкової ціни базового активу (рис. 4.13).

При купівлі опціону put максимальним збитком покупця є його премія. Обсяг прибутку не обмежений і залежить від величини падіння ринкової ціни базового активу (рис. 4.14).

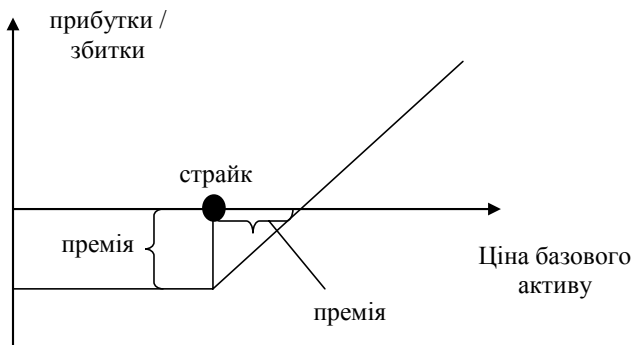


Рис. 4.13. Прибутки і збитки при купівлі опціону call

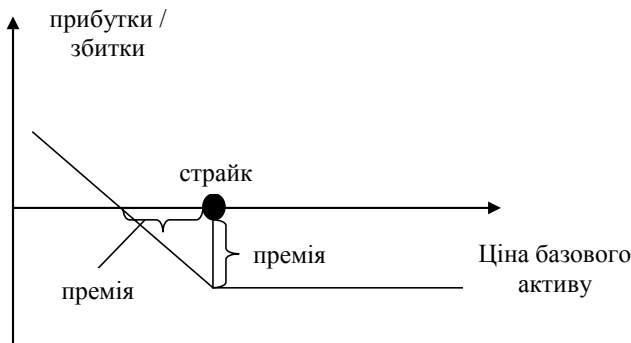


Рис. 4.14. Прибутки і збитки при купівлі опціону put

При продажу опціону call максимальним прибутком продавця є премія, сплачена продавцем. Обсяг збитку не обмежений і залежить від величини зростання ринкової ціни базового активу (рис. 4.15).

При продажу опціону put максимальним прибутком продавця є премія, сплачена продавцем. Обсяг збитку не обмежений і залежить від величини падіння ринкової ціни базового активу (рис. 4.16).

У табл. 4.6 наведено вплив руху цін на ринку базових активів на вид операції з опціонами.

В інвестиційній практиці використовується поняття “греки”, тобто показники чутливості вартості опціонів до зміни у факторах, що впливають на вартість (табл. 4.7).

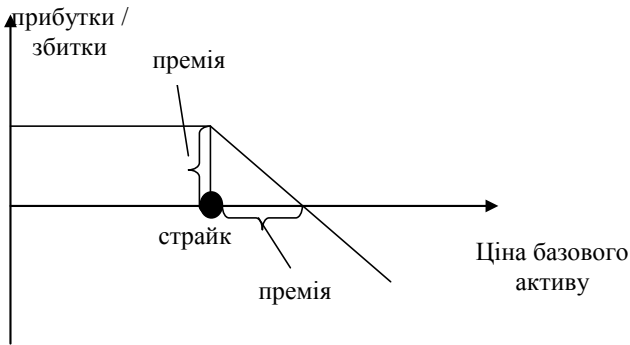


Рис. 4.15. Прибутки і збитки при продажу опціону call

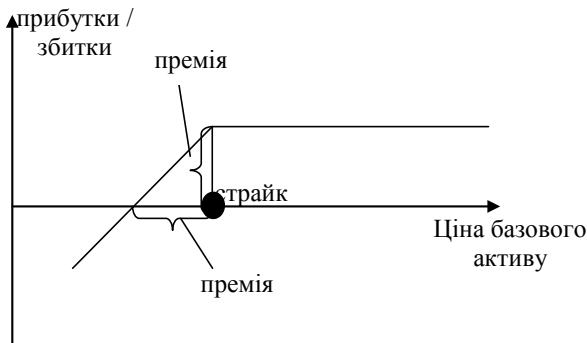


Рис. 4.16. Прибутки і збитки при продажу опціону put

Таблиця 4.6

**Взаємозв'язок динаміки ринку базового активу
та видів операцій з опціонами**

Вид операцій	Вплив на результат	
	<i>Позитивний</i>	<i>Негативний</i>
Купівля call	Зростання	Падіння
Купівля put	Падіння	Зростання
Продаж call	Падіння, флет	Зростання
Продаж put	Зростання, флет	Падіння

Таблиця 4.7

Характеристика “греків” опціонів

Показник	Зміст
Дельта (δ)	відображає величину зміни ціни опціону при зміні вартості базового активу
Гамма (γ)	визначає величину зміни дельти при зміні вартості базового активу
Вега (σ)	відображає величину зміни ціни опціону при зміні волатильності
Тета (θ)	відображає величину зміни ціни опціону відносно зміни часу до експірації

Для оцінки та торгівлі опціонами трейдери використовують такі комп'ютерні програми, як *OptionVue*, *OptionLab* та інші.

При здійсненні операцій з *ф'ючерсами* слід враховувати наявність таких інституцій та процедур:

1. *Розрахункова палата (центральний контрагент)*, яка має бути створена на біржі при операціях з *ф'ючерсами*. Вона є “продавцем для покупця” та “покупцем для продавця”, тобто контрагентом в угоді. Такий інститут створюється з метою зменшення ризику невиконання зобов'язань за *ф'ючерсними* контрактами.

2. *Кліринг* – процедура зміни суми на рахунку інвестора з ціллю відображення зміни ринкової ціни *ф'ючерсного* контракту або базового активу.

3. *Гарантійне забезпечення (початкова або операційна маржа, performance margin)* – сума коштів, яка необхідна для купівлі

ф'ючерсу (відкриття позиції). Вона, як правило, становить 20% від вартості базового активу (на "Українській біржі"). Ця характеристика визначає основну перевагу ф'ючерсів порівнянно з купівлею базових активів, і дозволяє отримати більше прибутку при позитивній зміні ціни базового активу. Тобто у цьому випадку діє ефект фінансового плеча (якщо початкова маржа 20%, то плече 1 до 5).

Наприклад:

а) інвестор купив 10 акцій за ціною 100 грн. за одну акцію (загальна сума вкладення $W_0 = 10 \cdot 100 = 1000$ грн.). Через 3 міс. ціна акцій зросла до 120 грн. і покупець продав свої цінні папери за $W_1 = 10 \cdot 120 = 1200$ грн. Дохідність інвестицій (r) склала:

$$r = \frac{W_1 - W_0}{W_0} \cdot 100\% = \frac{1200 - 1000}{1000} \cdot 100\% = 20\%.$$

б) інвестор купив ф'ючерсних контрактів на фондовий індекс на 1000 грн. Нехай, один контракт коштує 100 грн. і передбачене гарантійне забезпечення за контрактом 20%, тобто за один контракт необхідно внести 20 грн., а тому інвестор зможе купити на 1000 грн. 50 контрактів. Через 3 міс. вартість контракту зросла до 120 грн. і інвестор продає ці контракти на суму 6000 грн. (120 грн. · 50 контрактів). У цьому випадку дохідність інвестицій склала:

$$r = \frac{W_1 - W_0}{W_0} \cdot 100\% = \frac{6000 - 1000}{1000} \cdot 100\% = 500\%.$$

Однак недоліком фінансового плеча є можливість отримати значно більші збитки за ф'ючерсами (ніж при інвестиціях базовий актив) за несприятливого руху цін.

4. *Варіаційна маржа (variation margin)* – грошові кошти, зобов'язання сплати яких виникає в одній зі сторін іншій в результаті зміни поточної ринкової ціни базового активу або ціни ф'ючерсного контракту. Варіаційна маржа вноситься лише за несприятливої зміни ціни базового активу, тобто вона забезпечує відповідність розміру внесеного гарантійного забезпечення новій вартості контракту після зміни ціни. Негативна варіаційна маржа списується з гарантійного забезпечення контракту, зменшуючи його, після чого учасник торгів повинен відновити суму рахунка до рівня гарантійного за-

безпечення згідно з контрактом. Варіаційна маржа на “Українській біржі” розраховується щоденно після клірингового сеансу і двічі на день вона зараховується або списується з торгового рахунка.

Варіаційна маржа на “Українській біржі” розраховується за такими формулами:

$$VM_{open} = (C_{settl} - C_{fut}) \times Lot,$$

$$VM_{cur} = (C_{settl} - C_{prev}) \times Lot,$$

де VM_{open} – сума варіаційної маржі за ф’ючерсом, за яким розрахунок варіаційної маржі ще не здійснювався;

VM_{cur} – сума варіаційної маржі за ф’ючерсом, за яким розрахунок варіаційної маржі вже здійснювався;

C_{settl} – розрахункова ціна ф’ючерсу, визначена під час поточної клірингової сесії;

C_{fut} – ціна укладання ф’ючерсного контракту;

C_{prev} – розрахункова ціна ф’ючерсу, визначена під час минулої клірингової сесії;

Lot – кількість одиниць базового активу ф’ючерсу.

Якщо сума варіаційної маржі позитивна, то продавець ф’ючерсу повинен перерахувати суму варіаційної маржі покупцю ф’ючерсу і навпаки.

Наприклад, трейдер купив 10 ф’ючерсних контрактів на акції за ціною 860 грн. При цьому він має заплатити лише 20% вартості контрактів 1720 грн. ($860 \cdot 0,2 \cdot 10 = 1720$ грн.). При зростанні ціни на 10 грн. на його рахунок після клірингу буде переведено 100 грн. варіаційної маржі (10 грн. · 10 контрактів). Якщо ціна ф’ючерсу зменшилася на 10 грн., то з рахунка трейдера буде списано 100 грн. варіаційної маржі.

4. *Маржинальна вимога (margin call)* – це зобов’язання, відповідно до якого учасник торгів ф’ючерсами зобов’язаний ліквідувати незабезпеченість зобов’язань за строковими контрактами, а розрахунковий центр має право вимагати від учасника торгів її усунення.

Наприклад, ціна на ф’ючерс зменшилася на 10 грн., і за наявності 10 контрактів з рахунка трейдера має бути списано 100 грн. Якщо на рахунку трейдера 50 грн., то виникає маржинальна вимога

і він зобов'язаний поповнити рахунок як мінімум ще на 50 грн. для списання 100 грн. варіаційної маржі.

5. *Дата експірації (expiration date)* – дата виконання зобов'язань за ф'ючерсним контрактом (як правило, ф'ючерси виконуються кожні 3 міс.).

6. *Офсетна угода* – це протилежна угода до раніше укладеної на ф'ючерсному ринку з метою ліквідації відкритої позиції до дати експірації.

На вітчизняному біржовому фондовому ринку передбачений обіг (за станом на 01.10.2013 р.) таких деривативів:

- ф'ючерсів на фондовий індекс UX на “Українській біржі”;
- опціонів на ф'ючерси на фондовий індекс UX на “Українській біржі”;
- ф'ючерси на поставку ОВДП на фондовій біржі “Перспектива”;
- ф'ючерси та опціони на індекс KievPrime (розраховується Thomson Reuters на основі процентних ставок міжбанківського кредитного ринку України) на фондовій біржі “Перспектива”;
- ф'ючерси та опціони на український індекс ставок за депозитами фізичних осіб (індекс UIRD, Ukrainian Index of Retail Deposit Rates) на фондовій біржі “Перспектива”;
- ф'ючерси на індекс українських облігацій (індекс UB, що розраховується біржею “Перспектива”) на фондовій біржі “Перспектива”.

Нормативні вимоги щодо порядку здійснення операцій зі *свопами* у вітчизняному законодавстві не визначено. НБУ в 2011 р. дозволив банкам України здійснювати валютні операції на умовах “своп” між собою на внутрішньому ринку, на міжнародних ринках та з НБУ, однак процедура здійснення цих операцій не визначена.

Для порівняння в Росії Асоціацією російських банків розроблено “Зразкові умови Генеральної угоди для російського позабіржового строкового ринку”. Міжнародною асоціацією щодо свопів та деривативів (International Swap and Derivatives Association, ISDA), яка була створена у 1985 р., визначаються міжнародні стандарти щодо своп-операцій (ISDA Master Agreement).

У підручнику Дж. Ф. Маршала, В. К. Бансала “Фінансова інженерія” запропонована базова конструкція побудови свопу (рис. 4.17), яку можна поділити на такі етапи:

1. Два учасники (контрагенти) домовляються про обмін базовими активами. Як правило, це здійснюється за допомогою *своп-дилерів* (swap dealer). Базові активи в своп-угодах називаються *умовними сумами* (notionals), а активи на поточному (spot) ринку називаються *актуалами* (actuals).

2. Контрагенти здійснюють обмін умовними сумами. У більшості випадків своп включає один обмін умовними сумами в момент відкриття контракту та зворотній обмін у момент його завершення.

3. У процесі обміну умовними сумами контрагенти здійснюють зустрічні платежі за використання базових активів. Перший контрагент здійснює періодичні *платежі за фіксованою ціною* (своповий купон) за використання активів іншого контрагента. Водночас інший контрагент здійснює періодичні *платежі за плаваючою ставкою* за використання активів першого контрагента.

4. Контрагенти здійснюють зворотний обмін умовними сумами.

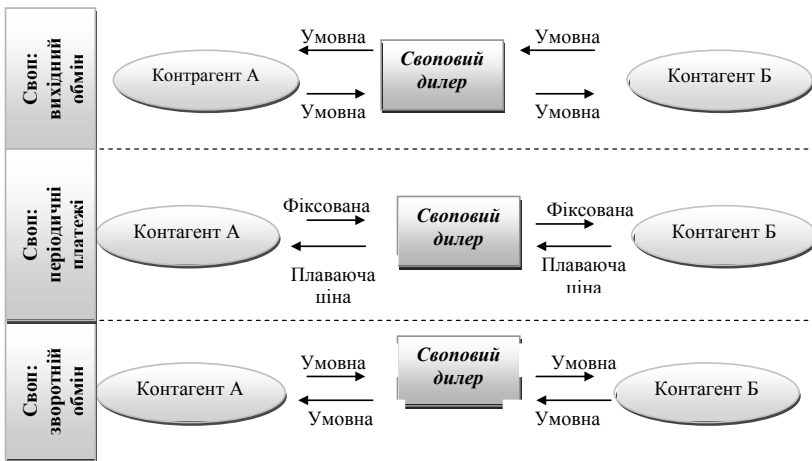


Рис. 4.17. Механізм дії своп-контрактів

Модифікуючи умови і додаючи спеціальні умови, цю конструкцію можна перетворити у безліч варіантів, що задовольняють специфічні вимоги контрагентів.

Залежно від базового активу свопи поділяються на:

1) *процентні свопи (interest rate swap)* – умовні суми для обміну однакові, виражені в одній валюті, обмін платежами за фіксованою та плаваючою ставками;

2) *валютні свопи (currency swap)* – обмін умовними сумами, деномінованими в різних валютах, обмін платежами за фіксованою та плаваючою ставками;

3) *товарні свопи (commodity swap)* – перший контрагент здійснює періодичні платежі другому за фіксованою ціною за одиницю деякого товару при заданій його кількості. Другий контрагент платить першому за плаваючою ціною за одиницю товару (зазвичай це середня ціна, що ґрунтується на періодичних спостереженнях спотової (поточної) ціни) також при заданій кількості товару. Товари можуть бути однакові (в більшості) або різні.

4) *кредитні дефолтні свопи (credit default swap, CDS)* – двосторонній фінансовий контракт, за яким одна сторона (покупець кредитного захисту) здійснює періодичні платежі іншій стороні (продавцю кредитного захисту) в обмін на платіж, обумовлений настанням кредитного випадку (дефолту – неплатежів) за вказаним активом певного підприємства.

Обмін умовними сумами може не здійснюватися.

Товаророзпорядчі цінні папери. Їх склад у вітчизняному законодавстві не визначено, однак за економічним змістом та порядком обігу до них можуть належати:

- складські свідоцтва;
- аграрні розписки;
- коносаменти.

Можливість передачі цих документів на основі індосаменту дає можливість віднести їх до цінних паперів.

Складські свідоцтва – товаророзпорядчі складські документи на пред'явника або іменні, що посвідчують право власності на товар, який зберігається на сертифікованому складі.

Складські свідоцтва бувають двох видів:

- 1) прості складські свідоцтва (видається на пред'явника);
- 2) подвійні складські свідоцтва (іменний документ), що складаються з двох частин – складського свідоцтва та заставного свідоцтва, які можуть бути відокремлені одне від одного.

Складські свідоцтва видаються лише сертифікованими складами, які отримали сертифікат про відповідність надання послуг із зберігання.

Просте або подвійне складське свідоцтво видається власнику товару чи уповноваженій ним особі сертифікованим складом після прийняття товару на зберігання.

Товар, прийнятий на зберігання за подвійним складським свідоцтвом, може бути предметом застави протягом строку його зберігання. Застава товару, прийнятого на зберігання за подвійним складським свідоцтвом, виникає після відокремлення і передачі заставної частини складського свідоцтва (заставного свідоцтва) від заставодавця заставодержателю з моменту укладення відповідного договору застави.

Передача прав, встановлених простим складським свідоцтвом, здійснюється шляхом його передачі іншому держателю за зробленим на простому складському свідоцтві *передавальним написом (індосаментом)*.

Особливості реалізації прав за подвійним складським свідоцтвом такі:

- 1) власник обох частин подвійного складського свідоцтва має право розпоряджатися товаром, що зберігається на сертифікованому складі;
- 2) власник заставної частини подвійного складського свідоцтва (заставного свідоцтва) має лише право застави на товар;
- 3) власник складської частини подвійного складського свідоцтва, відокремленої від заставного складського свідоцтва, не має права розпоряджатися цим свідоцтвом без згоди власника заставного свідоцтва тощо.

Складське свідоцтво (частина А) і заставне свідоцтво (частина Б) подвійного складського свідоцтва можуть передаватися разом або окремо за індосаменами встановленої форми, які робляться на зворотному боці частин подвійного складського свідоцтва.

Аграрні розписки – товаророзпорядчий документ, що фіксує безумовне зобов'язання боржника, яке забезпечується заставою, здійснити поставку сільськогосподарської продукції або сплатити грошові кошти на визначених у ньому умовах. Ці фінансові інструменти поділяються на два види:

1) *товарна аграрна розписка* – встановлює безумовне зобов'язання боржника за аграрною розпискою здійснити поставку узгодженої сільськогосподарської продукції, якість, кількість, місце та строк поставки якої визначені аграрною розпискою;

2) *фінансова аграрна розписка* – встановлює безумовне зобов'язання боржника сплатити грошову суму, розмір якої визначається за погодженою боржником і кредитором формулою з урахуванням цін на сільськогосподарську продукцію у визначеній кількості та якості.

Аграрна розписка встановлює забезпечення виконання зобов'язань боржника за аграрною розпискою заставою його майбутнього врожаю. Предметом такої застави може бути лише майбутній врожай сільськогосподарської продукції.

Аграрні розписки можуть видаватися особами, які мають право власності на земельну ділянку сільськогосподарського призначення або право користування такою земельною ділянкою на законних підставах для здійснення виробництва сільськогосподарської продукції.

Права кредитора за аграрною розпискою передаються шляхом здійснення на ній або на її невід'ємному додатку передавального напису "*Відступлено*" із зазначенням нового кредитора за аграрною розпискою.

Аграрні розписки діють до повного їх виконання. За згодою кредитора дата виконання зобов'язань за аграрною розпискою може бути перенесена на наступний маркетинговий рік.

Зобов'язання за аграрними розписками можуть бути забезпечені порукою фінансової установи, про що така фінансова установа зазначає в тексті аграрної розписки написом "*Поручаюся*", який скріплюється підписом її уповноваженого представника та печаткою. Поручка фінансових установ за аграрними розписками здійснюється в порядку, встановленому для операцій з авалування векселів.

У російській практиці (згідно з Цивільним кодексом) до цінних паперів належить *коносамент (Bill of Lading)* – товаророзпорядчий документ, що видається перевізником або його агентом відправнику вантажу як посвідчення прийняття вантажу для перевезення морським шляхом. Згідно з Господарським кодексом України коносаменти є комерційними документами.

Коносамент відповідно до *Кодексу торговельного мореплавання України (від 23.05.1995 р.)* передається з дотриманням таких правил:

1) *іменний коносамент* може передаватися за іменними передаточними написами або в іншій формі з дотриманням правил, установлених для передачі боргової вимоги;

2) *ордерний коносамент* може передаватися за іменними або бланковими передаточними написами;

3) *коносамент на пред'явника* може передаватися шляхом простого вручення.

§ 4. Учасники ринку цінних паперів

Згідно із *Законом України “Про цінні папери та фондовий ринок”* учасниками фондового ринку є:

- емітенти або особи, що видали неемісійні цінні папери;
- інвестори в цінні папери;
- інституційні інвестори;
- професійні учасники фондового ринку;
- об'єднання професійних учасників фондового ринку, в тому числі саморегульвні організації.

Професійні учасники фондового ринку можуть функціонувати лише на підставі ліцензії НКЦПФР та здійснювати такі *види професійної діяльності*:

- діяльність з торгівлі цінними паперами;
- діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- депозитарна діяльність;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку;
- клірингова діяльність.

Поєднання професійної діяльності на фондовому ринку з іншими видами діяльності забороняється, крім:

- провадження банком діяльності з торгівлі цінними паперами та депозитарної діяльності;
- надання професійним учасником фондового ринку консультаційних послуг щодо емісії, обігу та обліку цінних паперів, щодо прав та обов'язків емітента, інвестора та/або особи, яка видала неемісійний цінний папір, щодо обігу та обліку інших фінансових інструментів, а також щодо здійснення фінансових інвестицій у зазначені цінні папери та інші фінансові інструменти;
- здійснення компанією з управління активами діяльністю з адміністрування пенсійних фондів та/або діяльності з управління іпотечним покриттям.

Учасники ринку цінних паперів в Україні поділяються на такі рівні:

- 1) *основний рівень*: емітенти; інвестори; фінансові посередники (торговці цінними паперами);
- 2) *інфраструктурний рівень*: депозитарні установи; організатори торгівлі;
- 3) *регуляторний рівень*: органи державної влади; саморегулювальної організації.

4.1. Емітенти та інвестори

У ролі емітентів виступають держава, органи місцевої влади та компанії різних форм власності. Основне завдання цих учасників ринку – це мобілізація інвестиційних ресурсів за допомогою випуску цінних паперів.

НКЦПФР за підтримки Проекту USAID “Розвиток ринків капіталу” впроваджена *Електронна система комплексного розкриття інформації ЕСКРІН*, що покликана створити в Україні основу для ефективної взаємодії між регулятором, емітентами, інвесторами та громадськістю (потенційними інвесторами) у частині підготовки, подання та оприлюднення інформації про діяльність емітентів цінних паперів згідно з вимогами до розкриття інформації.

Придбання емітованих цінних паперів здійснюють інвестори, які виступають постачальниками грошових ресурсів на фондово-

му ринку. Саме інвестори створюють попит на цінні та вимагають гарантій збереження й приросту вкладеного капіталу, отримання поточних доходів від емітентів фінансових інструментів, а також реалізації прав, передбачених цінними паперами (детальну характеристику інвесторів здійснено в розділі II).

4.2. Торговці цінними паперами

Професійну діяльність з торгівлі цінними паперами можуть здійснювати господарські товариства (для яких цей вид діяльності є виключним) та банки.

Діяльність з торгівлі цінними паперами охоплює:

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

Торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений грошовими коштами статутний капітал у розмірі не менш як 500 тис. грн., брокерську діяльність – не менш як 1 млн. грн., андеррайтинг або діяльність з управління цінними паперами – не менш як 7 млн. грн.

Правочини щодо купівлі-продажу цінних паперів в Україні повинні вчинятися *виключно* за участю або посередництва торговців цінними паперами, крім випадків:

- розміщення емітентом власних цінних паперів, викупу та продажу емітентом власних цінних паперів;
- проведення розрахунків з використанням неемісійних цінних паперів;
- розміщення казначейських зобов'язань України;
- внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб;
- дарування, спадкування та правонаступництва цінних паперів;
- вчинення правочинів, пов'язаних з виконанням судових рішень;
- вчинення правочинів у процесі приватизації.

Торговець цінними паперами зобов'язаний подавати НКЦПФР інформацію про укладені правочини щодо цінних паперів на позабіржовому ринку.

Брокерська діяльність – це укладання договорів комісії та доручення щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

Договір доручення передбачає, що одна сторона (повірений) зобов'язується вчинити щодо цінних паперів від імені та за рахунок другої сторони (довірителя) певні юридичні дії.

Договір комісії передбачає, що одна сторона (комісіонер) зобов'язана за дорученням другої сторони (комітента) за плату вчинити один або декілька правочинів щодо цінних паперів від свого імені, за рахунок комітента.

Договір на брокерське обслуговування клієнта передбачає надання послуг щодо купівлі-продажу цінних паперів на основі виконання разових замовлень (рис. 4.18).

Ринкове замовлення передбачає наданням торговцем послуг щодо купівлі цінних паперів за найкращою мінімальною ціною або їх продажу за максимальною ціною на ринку.

Лімітне замовлення передбачає наданням торговцем послуг щодо купівлі цінних паперів за ціною, що не перевищує обумовлену або їх продажу за ціною, що не нижче, ніж обумовлена.

Стоп-замовлення передбачає наданням торговцем послуг щодо купівлі-продажу цінних паперів в той момент, коли ціна досягне обумовленого рівня.



Рис. 4.18. Види разових замовлень при брокерському обслуговуванні клієнтів банку

Дилерська діяльність – укладення торговцем цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою їх перепродажу. Як правило, цей вид діяльності торговця цінними паперами здійснюється для підтримання ліквідності цінних паперів шляхом виставлення двосторонніх котирувань купівлі та продажу (реалізується на основі виконанням функцій *маркет-мейкера (market maker)* на фондовій біржі).

Поняття “маркет-мейкер” вперше було введено в Англії, де маркет-мейкерами називають членів Лондонської фондової біржі (LSE). До їхніх обов’язків входить постійне котирування певних цінних паперів.

Згідно з нормативно-правовими актами України *маркет-мейкер* – член фондової біржі, який згідно з правилами фондової біржі зобов’язується підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, які допущені до біржових торгів.

Прикладом дилерської діяльності є виконання банками функцій *первинних дилерів* на ринку державних цінних паперів при їх розміщенні Міністерством фінансів України.

Для первинних дилерів визначені такі зобов’язання:

- 1) брати участь у розміщеннях облігацій;

Таблиця 4.8

Параметри виконання зобов’язань маркет-мейкера на фондовій біржі “Перспектива” (жовтень 2013 р.)

Зобов’язання	Параметри
Мінімальний обсяг виставлених маркет-мейкером протягом одного місяця заявок, грн.	250 000,00
Мінімальна кількість договорів, які зобов’язаний укласти маркет-мейкер протягом одного місяця, за наявності зустрічних заявок, штук	5
Максимальний горизонтальний спред (різниця в цінах між двосторонніми заявками), який маркет-мейкер повинен підтримувати протягом торговельної сесії, %	25
Проміжок часу під час біржових торгів, протягом якого маркет-мейкер має підтримувати горизонтальний спред	Не менше 2 годин протягом торговельного дня; не менше 10 торговельних днів протягом місяця

2) забезпечувати:

- купівлю під час розміщень облігацій не менш як 3 % загального обсягу їх випуску протягом кожного півріччя;
- укладення договорів купівлі-продажу облігацій на вторинному ринку в обсязі не менш як 3% загальної суми, на яку укладено договори протягом кожного півріччя;
- подання постійної (кожного робочого дня) пропозиції іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу облігацій;

3) надавати Мінфіну консультації стосовно потреб у розміщеннях облігацій та обсягів їх випуску, строків обігу, графіків розміщення на основі власної оцінки ринку.

Андеррайтингову діяльність можна визначити двояко: у вузькому розумінні – це гарантування розміщення цінних паперів емітента, а в широкому – комплекс дій пов'язаних з організацією випуску та розміщенням цінних паперів (не обов'язково з гарантуванням продажу).

У процесі розміщення цінних паперів, як правило, беруть участь кілька банків, що утворюють консорціум (синдикат) андеррайтерів (головний менеджер, со-менеджери, група продажу). Емітент, як правило, взаємодіє з одним банком, що є генеральним менеджером емісії. Саме в процесі переговорів емітента з генеральним менеджером звичайно визначаються параметри майбутніх емісій цінних паперів – вид цінного паперу, строк обігу, процентна ставка і т. д.

У практиці функціонування фондового ринку існує декілька видів андеррайтингу.

Андеррайтинг з гарантованими зобов'язаннями (firm commitment) передбачає, що андеррайтер погоджується купити в емітента весь випуск цінних паперів з їх подальшим розміщенням серед інвесторів. У цьому випадку андеррайтер гарантує емітенту сплату визначеної договором суми і приймає на себе усі ризики, пов'язані з розміщенням емісії. Дохід андеррайтера складає різниця між ціною розміщення та ціною зафіксованою у договорі з емітентом.

Андеррайтинг на умовах максимальних зусиль (best efforts) не супроводжується прийняттям андеррайтером зобов'язань щодо викупу цінних паперів. Андеррайтер зобов'язується докласти всі зусилля

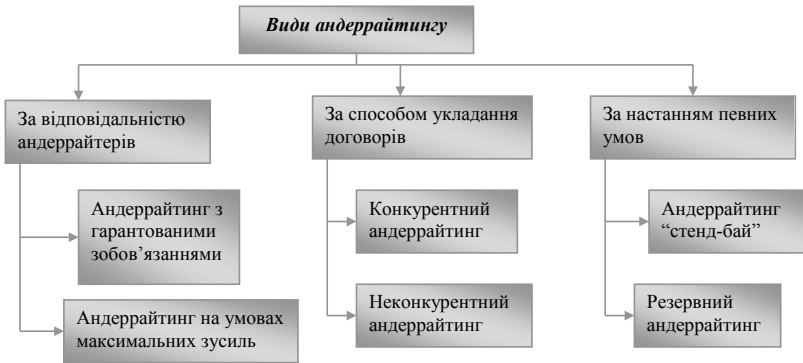


Рис. 4.19. Класифікація андеррайтингу на фондовому ринку

для розміщення цінних паперів без фінансової відповідальності за кінцевий результат, і усі фінансові ризики переносяться на емітента.

Конкурентний андеррайтинг передбачає вибір емітентом андеррайтера та членів синдикату на конкурсній основі щодо найкращих цінових умов, у тому числі і комісійних андеррайтеру.

Неконкурентний (договірний) андеррайтинг передбачає, що цінові умови емісії встановлюються на основі переговорів між емітентом та єдиним менеджером синдикату.

Андеррайтинг “стенд-бай” передбачає, що андеррайтер погоджується сприяти продажу нових цінних паперів протягом обумовленого періоду часу. Після його закінчення (переважно 30 днів) андеррайтер повинен викупити непродані цінні папери за наперед визначеною ціною.

Резервний андеррайтинг передбачає, що синдикат з розміщення цінних паперів здійснює викуп акцій, які залишилися після того, як емісія була розміщена серед діючих акціонерів.

Існує також андеррайтинг з авансуванням емітента, тобто емітент попередньо отримує кредит у банку-андеррайтера, погашення якого буде здійснюватися за рахунок коштів, отриманих від розміщення цінних паперів.

Управління цінними паперами – це діяльність, яка провадиться торговцем (управителем) від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими

йому клієнтом (установником управління) цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти в інтересах установника.

Договір про управління укладається торговцем цінними паперами з фізичними та юридичними особами. Сума договору про управління з одним клієнтом-фізичною особою має становити не менше суми, еквівалентної *100 мінімальним заробітним платам*.

Передавання цінних паперів в управління не передбачає переходу права власності на них до управителя.

Договір про управління має містити інвестиційну декларацію управителя, яка визначає напрями та способи інвестування об'єктів управління. В інвестиційній декларації мають бути розкриті:

- мета управління;
- перелік об'єктів інвестування;
- прийнятна структура об'єктів управління, підтримувати яку управитель має протягом строку дії договору про управління.

Торговці цінними паперами у власних інтересах або для клієнта можуть здійснювати *операції РЕПО* – купівлі (продажу) цінних паперів із зобов'язанням зворотного їх продажу (купівлі) через визначений строк за заздалегідь обумовленою ціною.

4.3. Депозитарні та клірингові установи

До інфраструктурних учасників ринку цінних паперів належать депозитарні установи та організатори торгівлі (біржі та позабіржові торговельні системи). Основне призначення цих суб'єктів ринку – забезпечення ефективного та прозорого механізму здійснення переливу грошових коштів між основними учасниками.

Становлення депозитарної та клірингової систем розпочалося у XIX ст. Перша у світі спроба налагодження клірингових розрахунків за операціями з цінними паперами була здійснена у 1867 р. у Франкфурті-на-Майні. У США перша система клірингу, що ефективно функціонувала, була введена на Філадельфійській фондовій біржі у 1870 р. На основі накопиченого досвіду, зараз на провідних

фондових ринках світу використовуються чіткі стандарти та процедури щодо реєстрації прав власності і розрахунків за контрактами.

У 1997 р. було прийнято Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, відповідно до якого депозитарна система України складалася з двох рівнів: 1) нижній рівень – зберігачі (облік та обслуговування обігу електронних цінних паперів) та реєстратори власників іменних цінних паперів (облік та обслуговування обігу документарних цінних паперів); 2) верхній рівень – Національний депозитарій, депозитарії та клірингові депозитарії.

У липні 2012 р. ухвалено Закон України “Про депозитарну систему України” № 5178-VI (вступив в дію 11.10.2013 р.), яким передбачається:

- переведення всіх емісійних цінних паперів виключно в електронну форму до вступу в дію профільного закону про депозитарну систему;
- скасування інституту реєстраторів власників іменних цінних паперів;
- створення замість зберігачів цінних паперів депозитарних установ;
- функціонування єдиного Центрального депозитарію цінних паперів;
- створення єдиного Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках;
- створення інституту клірингових установ.

Відповідно до Закону України “Про депозитарну систему України” професійними учасниками вітчизняної депозитарної системи є такі:

- 1) Центральний депозитарій;
- 2) депозитарні установи.

Крім того, участь у функціонування депозитарної системи приймають Національний банк (як депозитарій щодо державних цінних паперів та облігацій місцевих позик), фондові біржі, депоненти (власники рахунків у цінних паперів), клірингові установи, Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках (Розрахунковий центр), емітенти, торговці цінними паперами, компанії з управління активами.

Центральний депозитарій цінних паперів (ЦД) веде депозитарний облік всіх емісійних цінних паперів (крім державних цінних паперів та боргових цінних паперів місцевих органів влади).

Законодавчі вимоги до функціонування ЦД такі:

- створюється у вигляді публічного акціонерного товариства;
- мінімальний статутний капітал має становити не менше 100 млн. грн.;
- частка одного акціонера разом з пов'язаними особами повинна становити не більш як 5%;
- частка центрального депозитарію інших країн, міжнародної депозитарно-клірингової установи або міжнародної фінансової організації, членом якої є Україна, повинна становити не більш як 25%;
- частка держави разом з НБУ повинна становити не менш як 25% плюс 1 акція (на день реєстрації ЦД частка держави разом з НБУ повинна становити не менш як 50%).

До виключної компетенції ЦД належать:

1) зарахування цінних паперів у систему депозитарного обліку, їх облік та зберігання, а також списання цінних паперів у зв'язку з їх погашенням та/або анулюванням;

2) ведення обліку зобов'язань емітента за цінними паперами власних випусків щодо кожного випуску цінних паперів на підставі депонування глобального сертифіката, а також зберігання глобальних сертифікатів;

3) здійснення кодифікації цінних паперів відповідно до міжнародних норм;

4) складення реєстрів власників іменних цінних паперів;

5) отримання доходів та інших виплат за операціями емітентів на рахунок Центрального депозитарію, відкритий у Розрахунковому центрі, для їх подальшого переказу отримувачам;

6) відкриття та ведення рахунків у цінних паперах емітентів, Національного банку України, депозитарних установ, депозитаріїв-кореспондентів, клірингових установ та Розрахункового центру та інші.

Депозитарною установою є юридична особа, що утворюється та функціонує у формі акціонерного товариства або товариства

з обмеженою відповідальністю і яка має відповідну ліцензію. Її мінімальний статутний капітал має становити не менше 7 млн. грн. Депозитарна установа здійснює такі види діяльності:

- зарахування-списання та переказ цінних паперів на рахунках депонентів;
- зарахування-списання цінних паперів на депозиті нотаріуса (при передачі прав щодо цінних паперів кредитором власника цінних паперів);
- надання емітенту реєстру власників іменних цінних паперів, сформованого Центральним депозитарієм;
- зберігання активів інститутів спільного інвестування та активів пенсійних фондів.

Розрахунковий центр – це банк, який забезпечує здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом “поставка цінних паперів проти оплати”. В Україні може існувати лише один Розрахунковий центр.

Законодавчі вимоги до функціонування Розрахункового центру такі:

- створюється у вигляді публічного акціонерного товариства;
- мінімальний статутний капітал має становити не менше 100 млн. грн.;
- частка Національного банку України в статутному капіталі повинна становити не менш як 25% плюс 1 акція (на день реєстрації Розрахункового центру частка НБУ повинна становити не менш як 75%).

Розрахунковий центр відкриває та веде грошові рахунки учасників фондового ринку, відкриває рахунок у НБУ та є членом системи електронних платежів НБУ.

Розрахунковий центр забезпечує виконання біржових операцій за принципом “поставка проти платежу” (Delivery versus payment – DVP), який є механізмом розрахунків, під час якого переказ цінних паперів відбувається відразу після відповідного переказу грошових коштів.

Відповідно до нормативних вимог НКЦПФР на фондових біржах виконання контрактів здійснюється виключно за принципом

DVP, крім винятків, зокрема виконання контрактів, укладених під час розміщення цінних паперів, виконання операцій РЕПО, виконання договорів, що передбачають купівлю-продаж значної кількості акцій (більше 10% одного випуску) або облігацій (більше 10% одного випуску на суму більше 1 млн. грн.) та інші.

Депозитарний облік здійснюється на рахунках у цінних паперах у кількісному виразі. При цьому облік *прав на цінні папери* конкретного власника ведеться виключно депозитарними установами, Національним банком України і депозитаріями-кореспондентами чи їх клієнтами, а *облік цінних паперів і прав за цінними паперами* – виключно Центральним депозитарієм або Національним банком України.

Права на цінні папери – це речові права, а саме право власності тощо.

Права за цінними паперами – права, що виникають із зобов'язання емітента за розміщеними ним цінними паперами (право на участь у загальних зборах акціонерів, право на отримання доходу тощо).

Підтвердженням прав на цінні папери та прав за цінними паперами, що існують у бездокументарній формі, а також обмежень прав на цінні папери у певний момент часу є *обліковий запис на рахунок в цінних паперах* депонента в депозитарній установі.

Механізм роботи учасників депозитарної системи відображено на рис. 4.20.

Так, депоненти (власники цінних паперів) мають право відкривати депозитарні рахунки (ДЕПО-рахунки) виключно в депозитарних установах, які відкривають свої ДЕПО-рахунки в Центральному депозитарії. Емітенти цінних паперів відкривають ДЕПО-рахунки в Центральному депозитарії на основі депонування глобального сертифіката цінних паперів (документа, що містить інформацію про випуск цінних паперів, оформляється емітентом після завершення емісії цінних паперів). При цьому кількість цінних паперів на рахунку емітента має дорівнювати кількості цінних паперів на рахунках всіх депонентів (власників цінних паперів емітента), що відображається в Центральному депозитарії на рахунках депозитарних установ.

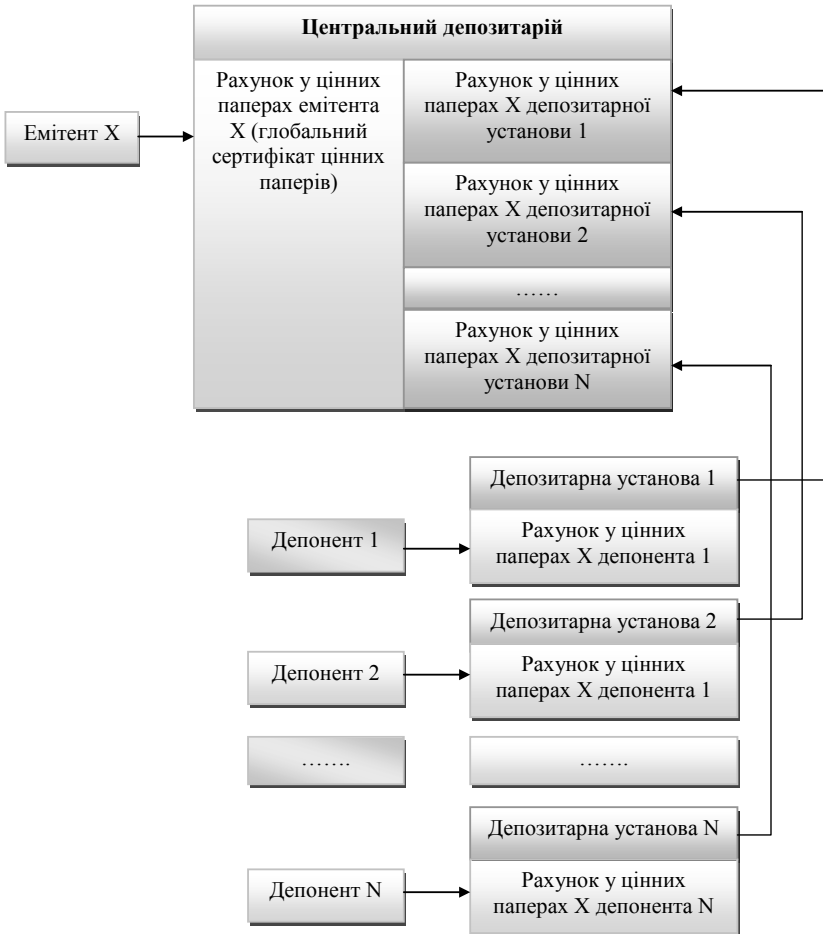


Рис. 4.20. Механізм відкриття рахунків у депозитарній системі

Крім депозитарних операцій, до інфраструктурного забезпечення функціонування ринку цінних паперів належить *клірингова діяльність* (від англ. *clearing* – очищення), яка передбачає:

- визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів;
- підготовку документів (інформації) для проведення розрахунків;

- створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів.

Складовою частиною клірингу є *неттинг* (netting) – це повне або часткове припинення зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів шляхом заліку зобов'язань або іншим способом.

В Україні клірингову діяльність можуть здійснювати:

- клірингові установи;
- Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках;
- Центральний депозитарій цінних паперів;
- Національний банк України.

Клірингова установа утворюється та функціонує у формі акціонерного товариства на підставі відповідної ліцензії. Клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів, укладеними на певній фондовій біржі, може провадити лише одна особа, яка має ліцензію на провадження клірингової діяльності.

Механізмами зниження ризиків невиконання або неналежного виконання зобов'язань, що передбачені договорами, укладеними на фондовій біржі, є:

- обов'язкове стопроцентне попереднє депонування та резервування коштів і цінних паперів;
- часткове (або таке, що відсутнє) попереднє депонування та резервування коштів і цінних паперів з обов'язковим створенням системи управління ризиками та гарантій, у тому числі створення гарантійного фонду за рахунок внесків учасників клірингу.

Клірингові установи та Розрахунковий центр можуть виконувати функції *центрального контрагента*, тобто набувати взаємних прав та обов'язків сторін правочинів щодо цінних паперів, зобов'язання за якими допущені до клірингу, та ставати покупцем для кожного продавця і продавцем для кожного покупця.

4.4. Організатори торгівлі

Укладанню угод щодо цінних паперів сприяють організатори торгівлі. Головна мета їх діяльності полягає в створенні умов для проведення операцій купівлі-продажу цінних паперів за формалізованими, заздалегідь встановленими правилами укладання угод, мінімізації строків оформлення цих угод, скороченні часу проведення розрахунків за ними, а також зменшенні ризиків для інвесторів.

В ЄС (згідно з Директивою MiFID) організацію торгівлі забезпечують:

1) регульований ринок (regulated market) – означає ліцензовану та регулярну функціонуючу багатосторонню систему, обслуговувану та/або керовану ринковим оператором, яка поєднує чи сприяє поєднанню чисельних інтересів третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів згідно із технологіями та своїми недискреційними правилами у спосіб, що призводить до укладення угод стосовно фінансових інструментів, які були допущені до обігу відповідно до правил та/або технологій. Регульований ринок функціонує у вигляді фондових бірж;

2) багатосторонні торговельні засоби (Multilateral trading facility, MTF) – це багатостороння система, діяльність якої веде інвестиційна фірма або оператор ринку, яка зводить багато третіх сторін, що купують і продають фінансові інструменти – в системі та відповідно до своїх недискреційних правил, – у спосіб, результатом якого є договір щодо фінансових інструментів.

Термін “недискреційні правила” означає, що ці правила не надають інвестиційній компанії, яка керує та оперує MTF, права визначати порядок функціонування MTF на власний розсуд. Визначення вимагають поєднання інтересів таким чином, щоб у результаті було укладено контракт, виконання якого відбувається відповідно до системних правил або за допомогою системних протоколів чи внутрішніх операційних процедур.

Регульовані ринки також повинні мати можливість створення та управління MTF.

Норми директиви MiFID вимагають, щоб регульований ринок:

а) мав засоби для чіткого визначення і подолання потенційно негативних наслідків для діяльності регульованого ринку чи його учас-

ників, будь-якого конфлікту інтересів між інтересами регульованого ринку, його власників чи його оператора і якісним функціонуванням регульованого ринку, та, зокрема, у разі, коли такий конфлікт інтересів може зашкодити виконанню будь-яких функцій, делегованих регульованому ринку компетентним уповноваженим органом;

б) був відповідно оснащений, щоб справитися з ризиками, впливові яких він підлягає; забезпечував відповідні засоби та системи для визначення всіх суттєвих ризиків щодо його діяльності і вживав ефективні заходи для зменшення цих ризиків;

в) мав засоби для якісного управління технічними операціями системи, включаючи розробки ефективних заходів для подолання ризиків збою в системі, у разі настання непередбачених обставин;

г) мав прозорі і недискреційні правила та процедури, що забезпечують справедливу та належну торгівлю і встановлюють об'єктивні критерії ефективного виконання замовлень;

д) мав ефективні засоби для сприяння якісному та вчасному завершенню виконання угод, що укладені в рамках його систем;

е) на момент ліцензування і в подальшому володів достатніми фінансовими ресурсами для полегшення свого належного функціонування, зважаючи на характер та обсяг угод, укладених на ринку, та обсяг і ступінь ризиків, впливові яких він підлягає.

В Україні в ролі організаторів торгівлі (регульованого ринку) можуть виступати виключно фондові біржі, що забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

“Новий негоціант” Самюеля Рікара в 1686 р. визначав біржу як “місце зустрічі банкірів, торговців і негоціантів, біржових маклерів та агентів банків, комісіонерів та інших осіб”. Слово “біржа” виникло в Брюгге, де ці зустрічі відбувалися біля будинку Бурсе (Hotel des Bourses), названого за іменем сеньйора ван дер Бурсе.

Хронологія виникнення бірж така: в Брюгге – в 1409 р., в Антверпені – в 1460 р., в Ліоні – в 1462 р., в Тулузі – в 1469 р., в Амстердамі – в 1530 р., в Лондоні – в 1554 р. і т. д.

На сучасному етапі в Україні фондова біржа утворюється не менше ніж 20 засновниками – торговцями цінними паперами або їх об'єднанням. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5% статутного капіталу фондової біржі.

Біржі можуть здійснювати діяльність з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на такому організаторі торгівлі.

Розмір статутного капіталу фондової біржі має *становити не менш як 15 млн. грн.*, а біржі, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити *не менш як 25 млн. грн.* Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками).

Членами фондової біржі можуть бути виключно торговці цінними паперами.

Основними засадами функціонування фондової біржі є такі:

- створення умов щодо конкурентного ціноутворення на цінні папери та інші фінансові інструменти шляхом зосередження попиту та пропозицій на їх купівлю-продаж;
- підтримання цілісності та стабільності ринку цінних паперів шляхом запровадження справедливих та рівних для всіх учасників біржових торгів правил поведінки;
- забезпечення прозорості ринку цінних паперів через оприлюднення інформації, що характеризує кон'юнктуру ринку;
- забезпечення інформування учасників біржових торгів та інвесторів щодо емітентів та їхніх цінних паперів;
- застосування ефективних технологій укладання біржових угод та виконання біржових контрактів, що відповідають міжнародним стандартам;
- забезпечення функціонування фондової біржі на постійно діючій основі;
- забезпечення захисту учасників біржових торгів та інвесторів від зловживань шляхом установлення вимог щодо допуску до торгівлі, застосування процедур нагляду, контролю та накладання санкцій за порушення.

Фондова біржа створює організаційні умови для укладання договорів з цінними паперами шляхом котирування цінних паперів на основі даних попиту і пропозицій, отриманих від учасників торгів на фондовій біржі.

Котирування – механізм визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного паперу, що перебуває в обігу на такій біржі.

Порядки організації та проведення біржових торгів на первинному та вторинному ринках встановлюються окремо.

Перелік цінних паперів, які допущені до торгів на фондовій біржі, називається біржовим списком (рис. 4.21).

Цінні папери та інші фінансові інструменти можуть перебувати у біржовому списку *не більше 60 календарних днів* без проведення за ними біржових торгів.

Допуск до торгівлі без внесення до біржового реєстру може здійснюватися за ініціативою емітента, члена фондової біржі, фондової біржі, компанії з управління активами, іншої особи, у тому числі державного органу, які мають право брати участь у біржових торгах.

До біржового реєстру заносяться цінні папери, які пройшли процедуру лістингу до відповідного рівня лістингу.

Лістинг – сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах фондової біржі.

Унесення цінних паперів до біржового реєстру здійснюється лише за ініціативи емітента цих цінних паперів.

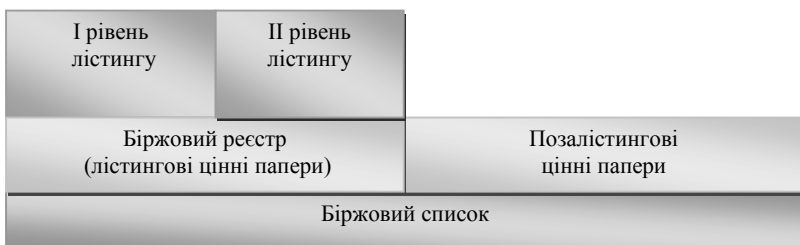


Рис. 4.21. Структура біржового списку

Для проходження процедури *лістингу* цінний папір та його емітент повинні відповідати певним вимогам щодо вартості чистих активів; річного доходу від реалізації товарів; ринкової капіталізації; кількості біржових угод за певний період; кількості акціонерів; відсутності збитків в емітента тощо. До цінних паперів I-го рівня лістингу ставляться вищі вимоги. Наприклад, вартість чистих активів емітента має складати не менше 100 млн. грн. для I-го рівня лістингу і 50 млн. грн. для II-го рівня лістингу.

Виключення цінного паперу з котирувального списку називається “*делістинг*”.

При недотриманні цих умов цінні папери належать до позалістингових цінних паперів біржового списку.

Для здійснення купівлі-продажу цінних паперів учасники торгів на біржі подають *заявки*, які поділяються на такі види:

- адресна заявка, яка адресована іншому учаснику біржових торгів;
- безадресна заявка, яка адресована усім учасникам біржових торгів;
- анонімна заявка, умови якої не дозволяють учасникам торгів до моменту укладення біржового контракту ідентифікувати учасника, який виставив таку заявку.

Біржова угода не може укладатися за заявками, які подає один учасник біржових торгів, за винятком випадків, коли учасник подає заявки на купівлю та продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів в інтересах різних його клієнтів або з метою укладання угоди зі своїм клієнтом.

На фондових біржах можливе використання такого механізму здійснення операцій з цінними паперами, як *маржинальна торгівля*, в тому числі надання позик цінними паперами (коротких продаж).

На думку деяких дослідників, короткі продажі цінних паперів використовувалися ще у XVI ст. в Данії Ісааком ле Мейром. Надалі ці операції застосовувалися та заборонялися (через звинувачення в провокуванні значних падінь цін на фоніві активи) багато разів у різних країнах. Наприклад, Наполеон класифікував здійснення коротких продаж як зраду батьківщині, оскільки така практика

ускладнювала йому фінансування військових кампаній в умовах нестабільного ринку.

Маржинальна торгівля включає два типи операцій:

1) купівля цінних паперів на маржинальний рахунок, коли певна частина сплачується грошовими коштами клієнта, а решта суми отримується в позику в брокерської компанії;

2) позика цінних паперів у брокерської компанії і продаж їх зі свого маржинального рахунка з наступним погашенням такими ж цінними паперами, що купуються при наступних угодах.

Відповідно до міжнародної практики є два типи коротких продаж (short selling) цінних паперів:

1) покритий короткий продаж, коли перед здійсненням короткого продажу продавець позичив цінні папери або погодив умови позики в цілях впевненості в можливості отримання позики;

2) непокритий (naked) короткий продаж, коли перед здійсненням операції короткого продажу фондових активів продавець не позичив дані цінні папери або наперед не домовлявся про можливість позики.

Процедура проведення коротких продаж відображена на рис. 4.22.

У випадку, коли трейдер прогнозує падіння ціни фондового активу, він бере дані цінні папери у позику в брокера та продає їх на ринку. Коли відбувається падіння ціни, трейдер купує відповідні цінні папери за нижчою ціною на ринку з прибутком для себе та повертає цінні папери кредитору.

У США регулювання коротких продаж було визначено Законом про фондові біржі (1934 р.), яким встановлено так званий “тік тест”. Зокрема, цінні папери можуть бути коротко продані, якщо ціна продажу вища за ціну попередньої угоди (plus tick) або рівна їй, якщо перед тим ціна зростала (zero-plus tick).

В Україні з метою управління ризиками за маржинальними операціями торговець розраховує рівень маржі стосовно клієнта, тобто відношення суми активів клієнта за вирахуванням зобов'язань, що виникли в результаті маржинальних операцій в інтересах клієнта, до суми активів клієнта:

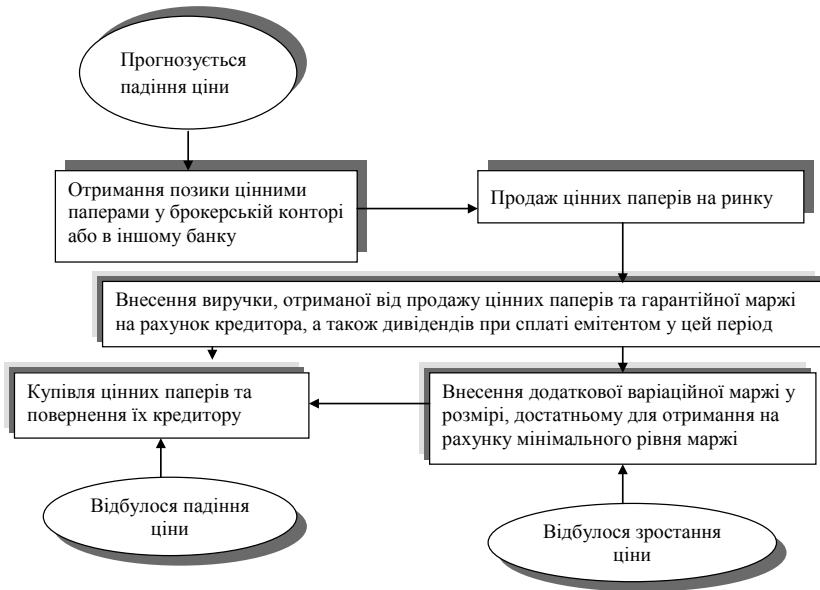


Рис. 4.22. Механізм здійснення короткого продажу цінних паперів

$$PM = \frac{СКК + ВЦП - ЗК}{СКК + ВЦП} \times 100,$$

де $СКК$ – сума коштів клієнта, що обліковується на його рахунок в системі внутрішнього обліку торговця, а також кошти, що повинні бути зараховані на рахунок клієнта, мінус кошти, що повинні бути сплачені за договорами, раніше укладеними в інтересах клієнта;

$ВЦП$ – ринкова вартість цінних паперів клієнта з урахуванням дисконту, який торговець може встановити для кожного цінного папера, які обліковуються на рахунок клієнта в системі внутрішнього обліку торговця, а також ринкова вартість цінних паперів, що мають бути зараховані на рахунок клієнта, за мінусом ринкової вартості цінних паперів, які повинні бути списані з рахунка клієнта за укладеними раніше договорами в інтересах клієнта;

$ЗК$ – грошовий еквівалент зобов'язань, що виникли в результаті здійснення торговцем маржинальних операцій в інтересах клієнта, для виконання (розрахунків), за якими у клієнта недостатньо коштів або цінних паперів.

Розмір маржі узгоджується торговцем з клієнтом та обов'язково має бути вписаний у застереження про ризики.

Граничний рівень маржі – рівень маржі, при якому торговець не має права:

- укладати договори, в результаті яких рівень маржі зменшиться нижче граничного рівня маржі, крім операцій купівлі-продажу цінних паперів, що здійснюються торговцем для врегулювання зобов'язань клієнта перед торговцем;
- здійснювати операцію з коштами та/або цінними паперами клієнта, що зумовлює зміну залишку на рахунку внутрішнього обліку коштів та/або цінних паперів цього клієнта, в результаті чого рівень маржі зменшиться нижче граничного рівня маржі, за винятком розрахунків за раніше укладеними договорами або у разі, коли рівень маржі є нижчим за граничний, за винятком розрахунків за раніше укладеними договорами.

Існуючі сучасні технології електронних торгів дають змогу фізичним особам здійснювати *інтернет-трейдинг* цінними паперами на основі договорів з торговцями цінними паперами (онлайн-брокерами).

Інтернет-трейдинг здійснюється шляхом доступу до біржових торгів на основі спеціалізованого програмного забезпечення (торгових терміналів) *Quick, SmartTrade, NetInvestor* та ін.

Для роботи в торговому терміналі необхідне введення логіна та пароля, які надаються онлайн-брокером, а також наявність мінімальної суми на торговому рахунку (передбаченої в договорі з онлайн-брокером) для здійснення купівлі-продажу цінних паперів.

Для можливості оцінки інвесторами поточного стану організовано-го ринку цінних паперів загалом біржі розраховують фондові індекси.

Фондовий індекс – це показник, який визначає зведений курс групи лістингових цінних паперів, що котируються на фондовій біржі.

Розглянемо порядок розрахунку фондового індексу на прикладі індексу “Української біржі” (індекс UХ).

Індекс UХ визначається як зважений за капіталізацією з врахуванням free-float (кількості цінних паперів у вільному обсязі).

Індекс UХ (I_n) розраховується як відношення сумарної ринкової капіталізації цінних паперів (MC_n), що включені в список для

розрахунку індексу, до сумарної ринкової капіталізації цінних паперів на початкову дату (MC_1), помножене на значення індексу на початкову дату (I_1) та на поправочний коефіцієнт (Z_n):

$$I_n = Z_n \cdot I_1 \cdot \frac{MC_n}{MC_1}$$

MC_n – сума ринкових капіталізацій акцій на поточний час у гривнях:

$$MC_n = \sum_{i=1}^N W_i \cdot P_i \cdot Q_i \cdot C_i$$

де W_i – поправочний коефіцієнт, що враховує кількість i -х акцій у вільному обігу (коефіцієнт free-float);

C_i – коефіцієнт, що обмежує частку капіталізації i -ї акції (ваговий коефіцієнт);

Q_i – загальна кількість i -х акцій;

P_i – ціна i -ї акції в гривнях на момент розрахунку n ;

N – кількість акцій, включених у розрахунок індексу (табл. 4.9).

Розрахунок індексу UX здійснюється кожні 15 сек.

Список цінних паперів, що використовується для розрахунку індексу, визначається індексним комітетом біржі на основі експертної

Таблиця 4.9

Структура індексу UX за станом на 17.09.2013 р.

№ з/п	Код (тікер) на біржових торгах	Назва	Кількість випущених акцій	Коефіцієнт, що враховує free-float (W_i), %	Коефіцієнт, що обмежує вагу акції (C_i)	Вага акції, %
1	ALMK	Львівський металургійний комбінат	25 775 254 803	4	1	5,05
2	AVDK	Львівський коксохімічний завод	195 062 500	7,5	1	6,04
3	AZST	Азовсталь	4 204 000 000	4	1	13,53
4	BAVL	Райффайзен Банк Аваль	29 977 749 080	3,5	1	12,97
5	SEEN	Центренерго	369 407 108	22	0,3783798	20,00
6	DOEN	Донбасенерго	23 644 301	14	1	9,87
7	ENMZ	Єнакіївський металургійний завод	10 550 688	9	1	4,09
8	MSICB	Мотор Січ	2 077 990	24	0,1819597	20,00
9	UNAF	Укрнафта	54 228 510	0,5	1	3,90
10	USCB	Укрсоцбанк	18 140 137 719	1,5	1	4,53

оцінки, яка ґрунтується на використанні такої інформації як обсяг торгів, частота укладання угод, наявність попиту і пропозиції, величина спреда, капіталізація з врахуванням кількості акцій, що знаходяться у вільному обігу, галузева належність емітента цінних паперів тощо.

§ 5. Регулювання ринку цінних паперів

Діяльність учасників ринку цінних паперів потребує застосування регуляторних механізмів з метою уникнення маніпуляцій та зловживань.

Сферами регулювання ринку цінних паперів є допуск цінних паперів до публічної торгівлі, розкриття інформації емітентами, функціонування організаторів торгівлі, регулювання діяльності професійних учасників ринку, реклама на ринку цінних паперів, нагляд за купівлею-продажем фінансових активів інсайдерами тощо.

Згідно з “Цілями та принципами регулювання ринків цінних паперів”, прийнятими у 1998 році *Міжнародною організацією комісії з цінних паперів (IOSCO)*, трьома основними цілями регулювання ринку цінних паперів є такі: 1) захист прав інвесторів; 2) забезпечення функціонування справедливого, ефективного та прозорого ринку; 3) зниження систематичного ризику.

Існує два види регулювання фондового ринку:

- 1) *державно-правове*, яке передбачає виконання функції моніторингу ринку державними органами;
- 2) *інституційно-правове*, тобто регламентація правил здійснення операцій з цінними паперами та контроль за ринком здійснюється з боку професійних учасників.

На основі цієї класифікації можна виокремити дві моделі регулювання ринку цінних паперів. Перша передбачає домінуючу роль державних інституцій і лише незначна кількість функцій передається саморегульним організаціям. Згідно з другою моделлю значна частина повноважень щодо регулювання ринку передається професійним учасникам. В Україні формується перша модель регулювання ринку цінних паперів.

Реалізацію державних інтересів на ринку цінних паперів України здійснює *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)*.

НКЦПФР здійснює *пруденційний нагляд* за професійними учасниками фондового ринку, який є складовою частиною загальної системи нагляду і базується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану фінансової установи, результатів діяльності системи та якості управління нею, дотриманні обов'язкових нормативів та інших показників і вимог, що обмежують ризики за операціями з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

НКЦПФР відповідно до покладених на неї завдань:

1) встановлює вимоги щодо випуску та обігу цінних паперів та їх похідних, інформації про випуск та розміщення цінних паперів, а також визначає порядок реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;

2) видає дозволи на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України та іноземних емітентів в Україні;

3) встановлює вимоги та реєструє правила фондової біржі;

4) встановлює порядок та видає ліцензії на провадження діяльності на ринку цінних паперів;

5) встановлює порядок складання адміністративних даних учасників ринку цінних паперів;

6) здійснює контроль за дотриманням законодавства і призначає державних представників на фондових біржах та у депозитаріях;

7) визначає порядок і реєструє СРО;

8) встановлює вимоги, порядок та стандарти щодо обов'язкового розкриття інформації емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;

9) веде реєстр професійних учасників ринку цінних паперів, інститутів спільного інвестування та саморегульованих організацій, Державний реєстр уповноважених рейтингових агентств;

10) встановлює пруденційні нормативи щодо професійних учасників фондового ринку та інші.

Основними завданнями *об'єднань професійних учасників фондового ринку (ОПУФР)*, в тому числі саморегульованих організацій (СРО), які представляють інституційно-правовий рівень регулювання ринку цінних паперів, є встановлення правил, стандартів та вимог до здійснення діяльності з цінними паперами, норм та правил

поведінки, вимог до професійної кваліфікації фахівців-членів та здійснення контролю за їх дотриманням членами організації; сприяння здійсненню професійної діяльності членами ОПУФР; розробка та здійснення заходів щодо захисту прав своїх членів.

Умовами для реєстрації ОПУФР є наявність у власності для забезпечення статутної діяльності активів у розмірі не менше ніж 600 тис. грн., включати не менше 35% професійних учасників фондового ринку та ін.

ОПУФР має такі повноваження:

- 1) впровадження норм професійної етики у практичній діяльності учасників об'єднання;
- 2) розроблення і затвердження методичних рекомендацій щодо провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку;
- 3) впровадження ефективних механізмів вирішення спорів, пов'язаних з професійною діяльністю учасників об'єднання;
- 4) моніторинг дотримання статуту та внутрішніх документів об'єднання його учасниками.

СРО має додатково такі повноваження:

- 1) розроблення і затвердження *обов'язкових* для виконання членами СРО правил провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку;
- 2) розроблення заходів, спрямованих на запобігання порушенням членами норм законодавства та внутрішніх документів СРО, у тому числі при припиненні ними своєї професійної діяльності;
- 3) застосування заходів дисциплінарного впливу до членів СРО у разі виявлення порушень статуту та внутрішніх документів СРО.

СРО має об'єднувати більше 75% професійних учасників фондового ринку за відповідним видом професійної діяльності. За станом на січень 2014 р. функціонує 3 СРО: Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ) та Асоціація “Українські фондові торговці” (АУФТ).

Професійна діяльність учасників фондового ринку, крім фондових бірж та депозитаріїв, здійснюється за умови членства щонайменше в одному об'єднанні професійних учасників ринку цінних паперів та/або СРО.

Контрольні питання

1. *Визначте сутність фінансових інвестицій та здійсніть загальну характеристику їх основних видів.*
2. *Розкрийте зміст основних функцій ринку цінних паперів.*
3. *Здійсніть класифікацію фондового ринку за критеріями рівня розвитку, стадії обігу цінних паперів, рівня організації.*
4. *Назвіть види фінансових інструментів згідно з правом ЄС.*
5. *Здійсніть класифікацію цінних паперів за порядком розміщення, формою існування, формою випуску.*
6. *Які основні групи цінних паперів можуть здійснювати обіг в Україні?*
7. *Охарактеризуйте особливості емісії та обігу акцій згідно з вітчизняним законодавством.*
8. *Розкрийте зміст та порядок випуску депозитарних розписок у міжнародній практиці.*
9. *Здійсніть порівняльну характеристику основних ознак акцій та облігацій*
10. *Прокласифікуйте облігації за критеріями порядку виплат та типом емітента.*
11. *Охарактеризуйте особливості випуску та обігу державних цінних паперів (облігацій та казначейських зобов'язань).*
12. *Розкрийте зміст основних видів операцій з векселями.*
13. *Опишіть особливості емісії та обігу фінансових векселів в Україні.*
14. *Охарактеризуйте ринок боргових європаперів.*
15. *Розкрийте зміст основних категорій іпотечних відносин.*
16. *Які особливості обігу заставних та іпотечних сертифікатів?*
17. *Опишіть правові засади випуску та обігу іпотечних облігацій в Україні.*
18. *Здійсніть порівняльний аналіз іпотечних цінних паперів.*
19. *Визначте зміст понять "похідні цінні папери" та "дериватив".*
20. *Здійсніть порівняльну характеристику основних видів деривативів.*
21. *Яка різниця між опціоном та опціонним сертифікатом згідно з українським правом?*
22. *Розкрийте зміст основних характеристик опціонів.*
23. *Здійсніть порівняльний аналіз опціонів call та put щодо прибутків і збитків при їх купівлі та продажу.*
24. *Які основні "греки" опціонів?*
25. *Як розраховується варіаційна маржа та встановлюється маржинальна вимога при операціях з ф'ючерсами?*
26. *Охарактеризуйте механізм дії своп-контрактів.*

27. Здійсніть порівняльний аналіз порядку емісії та обігу товаророзпорядчих документів (складських свідоцтв, аграрних розписок, коносаментів).
28. Які основні види професійної діяльності на фондовому ринку України?
29. Здійсніть порівняльний аналіз брокерської та дилерської діяльності щодо цінних паперів.
30. Визначте зміст андеррайтингу та здійсніть його класифікацію за критеріями способу укладання договорів, настання певних умов, відповідальністю андеррайтера.
31. Охарактеризуйте особливості діяльності торговців з управління цінними паперами.
32. Дайте коротку характеристику учасників депозитарної системи України.
33. опишіть правовий режим функціонування Центрального депозитарію та Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках.
34. Розкрийте порядок депозитарного обліку цінних паперів в Україні.
35. Охарактеризуйте особливості клірингової діяльності на фондовому ринку. Які механізми зниження ризиків невиконання або неналежного виконання зобов'язань, що передбачені договорами, укладеними на фондовій біржі?
36. Які вимоги до регульованих ринків ставляться згідно з європейським правом?
37. Охарактеризуйте правові основи функціонування фондових бірж в Україні.
38. Яка структура біржового списку? опишіть основні лістингові вимоги щодо цінних паперів в Україні.
39. Розкрийте механізм маржинальної торгівлі на фондовому ринку.
40. опишіть порядок розрахунку фондових індексів.
41. Охарактеризуйте державно-правове регулювання ринку цінних паперів.
42. Які особливості інституційно-правового регулювання фондового ринку?

Дослідницькі завдання

1. Ретроспективний аналіз розвитку вітчизняного ринку акцій.
2. Сучасний стан ринку облігацій внутрішньої державної позики.
3. Аналіз випусків депозитарних розписок на акції українських емітентів.
4. Розвиток ринку єврооблігацій вітчизняних корпоративних емітентів.
5. Порівняльний аналіз вартості послуг інтернет-трейдингу вітчизняних торговців цінними паперами.
6. Андеррайтинговий бізнес в Україні.
7. Порівняльний аналіз вартості послуг депозитарних установ.
8. Вплив маржинальної торгівлі цінними паперами на нестабільність фінансових ринків.

9. *Сучасний стан та перспективи розвитку вітчизняного ринку деривативів.*
10. *Порівняльний аналіз міжнародної практики регулювання фондового ринку.*

Ключові поняття

Фінансові інвестиції, еквіваленти грошових коштів, корпоративні права, дериватив, депозит, ринок цінних паперів, цінні папери, фінансові інструменти, індосамент, акція, депозитарна розписка, інвестиційний сертифікат, сертифікат ФОН, облігація, ощадний (депозитний) сертифікат, вексель, право регресу, акцепт, аваль, доміциляція, інкасування векселів, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, застава, опціон, ф'ючерс, форвард, своп, опціонний сертифікат, дата експірації, кліринг, варіаційна маржа, маржинальна вимога, товаророзпорядчі цінні папери, складські свідоцтва, аграрні розписки, коносаменти, торговець цінними паперами, брокерська діяльність, дилерська діяльність, маркет-мейкер, первинний дилер, андеррайтинг, операції РЕПО, Центральний депозитарій, депозитарна установа, Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках, принципом “поставка проти платежу”, права на цінні папери, права за цінними паперами, центральний контрагент, регульований ринок, недискреційні правила, фондова біржа, котирування, лістинг, маржинальна торгівля, фондовий індекс, коефіцієнт free-float, об'єднання професійних учасників фондового ринку, саморегульована організація.

Рекомендована література

1. Боди З. *Інвестиції* / З. Боди, А. Кейн, А. Дж. Маркус. – М.: Олимп-Бизнес, 2013. – 994 с.
2. Гитман Л. Дж. *Основы инвестирования* / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – М.: Дело, 1999. – 1008 с.
3. Маршалл Дж. Ф. *Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым инвестициям: пер. с англ.* / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
4. Мошенский С. *Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы* / С. Мошенский. – М.: “Экономика”, 2010. – 240 с.
5. Рубцов Б. Б. *Современные фондовые рынки* / Б.Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
6. Рэй К. *Рынок облигаций. Торговля и управление рисками* / К. Рэй. – М.: Дело, 1999. – 600 с.
7. Сохацька О. М. *Біржова справа* / О. М. Сохацька. – Тернопіль: Карт-блани, К.: Кондор, 2008. – 632 с.

8. *Тьюлз Р. Фондовый рынок / Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т. Тьюлз. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 648 с.*
9. *Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями / Ф. Дж. Фабоцци. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 932 с.*
10. *Фінансовий інжиніринг: навч. посіб. / ред. О.М. Сохацька. – К.: Кондор, 2011. – 660 с.*
11. *Царихин К. Фондовый рынок и мир / К. Царихин. – М., 2008. – 896 с.*
12. *Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.*

Нормативно-правові акти

1. *Господарський кодекс від 16.01.2003 р. № 436-IV.*
2. *Директива ЄС 2004/39 ЄС “Про ринки фінансових інструментів” (The Market in Financial Instruments Directive, MiFID I).*
3. *Закон України “Про аграрні розписки” від 06.11.2012 р. № 5479-VI*
4. *Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 р. № 514-VI.*
5. *Закон України “Про депозитарну систему України” від 06.07.2012 р. № 5178-VI.*
6. *Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 р. № 448-96-ВР.*
7. *Закон України “Про іпотеку” від 03.06.2003 р. № 898.*
8. *Закон України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979.*
9. *Закон України “Про іпотечні облігації” від 22.12.2005 р. № 3273-IV.*
10. *Закон України “Про обіг векселів в Україні” від 05.04.2001 р. № 2374-III.*
11. *Закон України “Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва” від 23.12.2004 р.*
12. *Закон України “Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві та операціях з нерухомістю” від 19.06.2003 р. № 978-IV.*
13. *Закон України “Про цінні папери і фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV.*
14. *Кодекс торговельного мореплавства України від 23.05.1995 р. № 176/95-ВР.*
15. *Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України, затверджена Постановою Верховної Ради України від 22.09.1995 р.*
16. *Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів - діяльності з управління іпотечним покриттям, затверджені Рішенням НКПЦФР 07.02.2012 р. № 235.*
17. *Податковий кодекс від 02.12.2010 № 2755-VI.*

18. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 “Фінансові інструменти”, затверджене Наказом Міністерством фінансів України від 30.11.2001 р. № 559.
19. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 24 “Прибуток на акцію”, затверджене Наказом Міністерством фінансів України від 16.07.2001 р. № 344.
20. Положення про депозитарну діяльність, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006 р. № 999.
21. Положення про інститут первинних дилерів, затверджене Постановою Кабінету Міністрів України від 14.04.2009 р. № 363.
22. Положення про клірингову діяльність, затверджене Рішенням НКЦПФР від 26.03.2013 р. № 429.
23. Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 07.10.2003 р. № 414.
24. Положення про порядок випуску облігацій підприємств, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 17.07.2003 р. № 322.
25. Положення про порядок здійснення банками операцій з векселями в національній валюті на території України, затверджене Постановою Правління Національного банку України від 16.12.2006 р. № 508.
26. Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою, затверджене Постановою Правління Національного банку України від 21.08.2006 р. № 333.
27. Положення про функціонування фондових бірж, затверджене рішенням НКЦПФР від 22.11.2012 р. № 1688.
28. Порядок реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії, затверджений Рішенням ДКЦПФР від 16.06.2009 р. № 572.
29. Порядок та умови провадження торговцем цінними паперами брокерської діяльності за договорами на брокерське обслуговування з подальшим врегулюванням зобов'язань клієнта, затверджений Рішенням НКЦПФР від 06.11.2012 р. № 1584.
30. Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджене рішенням ДКЦПФР від 12.12.2006 р. № 1449.
31. Федеральный закон Российской Федерации “О рынке ценных бумаг” от 22.04.1996 № 39-ФЗ.

Інтернет-ресурси

Програма оцінки опціонів OptionVue	http://www.optionvue.com
Програма оцінки опціонів OptionLab	http://option-lab.ru
Електронна система комплексного розкриття інформації ЕСКРІН	http://escrin.nssmc.gov.ua
Торгово-інформаційна система Quick	http://quik.ru
Торгово-інформаційна система SmartTrade	http://itrader.ua/ru/download/distributive
Торгово-інформаційна система NetInvestor	http://www.netinvestor.ru
Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	http://www.nssmc.gov.ua
Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO)	http://www.iosco.org
MSCI	http://www.msci.com
Міжнародна асоціація ринків капіталу (ICMA)	http://www.icmagroup.org
Інформаційне агентство Thomson Reuters	http://thomsonreuters.com
Інформаційне агентство Bloomberg	http://www.bloomberg.com
Українська біржа	http://www.ux.ua
Фондова біржа ПФТС	http://www.pfts.ua
Фондова біржа “Перспектива”	http://fbp.com.ua
Міжнародна асоціація щодо свопів та деривативів (ISDA)	http://www.isda.org
Центральний депозитарій України	http://csd.ua
Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках	http://www.ausd.com.ua
Компанія Thomas Murray (рейтингування депозитарної інфраструктури)	http://www.thomasmurray.com
Асоціація європейських центральних депозитаріїв (ECSDA)	http://www.ecsda.eu

Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД)	http://www.pard.ua
Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ)	http://www.uaib.com.ua
Асоціація “Українські фондові торговці” (АУФТ)	http://www.aust.com.ua
Асоціація “Фондове партнерство”	http://www.afp.org.ua

РОЗДІЛ V

РЕАЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ

1. Економічний зміст реальних інвестицій.
2. Інвестиційні основи будівництва.
3. Інвестиційний аналіз підприємства як цілісного майнового комплексу
4. Оцінка нерухомості в інвестиційних цілях.
5. Інвестиції в нематеріальні активи.
6. Фінансування реальних інвестицій.

§ 1. Економічний зміст реальних інвестицій

Відповідно до міжнародної практики реальні інвестиції передбачають вкладення ресурсів в матеріальні та нематеріальні активи за винятком фінансових активів (інтересів).

Об'єкти реальних інвестицій можна класифікувати за такими ознаками:

- 1) за формами функціонування;
- 2) за характером участі в господарському процесі.

За формами функціонування об'єкти реальних інвестицій поділяються на матеріальні та нематеріальні активи (рис. 5.1).

Нерухомість – це земельні ділянки, а також об'єкти, розташовані на земельній ділянці, переміщення яких є неможливим без їх знецінення та зміни їх призначення.

Матеріальні об'єкти, розташовані у межах земельної ділянки, переміщення яких є неможливим без їх знецінення та зміни призначення, а також результати господарської діяльності або проведення певного виду робіт (зміна рельєфу, поліпшення ґрунтів, розміщення посівів, багаторічних насаджень, інженерної інфраструктури тощо) в сукупності називаються *земельними поліпшеннями*.

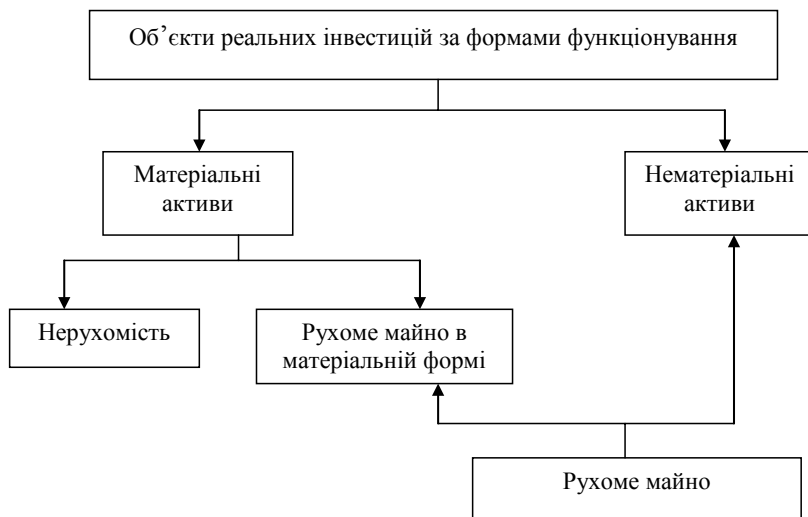


Рис. 5.1. Об'єкти реальних інвестицій за формами функціонування

У стандартах бухгалтерського обліку залежно від характеру використання розрізняють такі види нерухомості:

- *інвестиційна нерухомість* (земля чи будівля, або частина будівлі, або їх поєднання), утримувана з метою отримання орендних платежів або збільшення вартості капіталу чи для досягнення обох цілей;
- *нерухомість, зайнята власником (операційна нерухомість)*, утримувана для використання у виробництві або постачанні товарів чи наданні послуг або для адміністративних цілей.

Отже, інвестиційна нерухомість генерує грошові потоки значною мірою незалежно від інших активів, утримуваних суб'єктом господарювання. Це відрізняє інвестиційну нерухомість від нерухомості, зайнятої власником. Виробництво або постачання товарів та надання послуг (або використання власності для адміністративних цілей) генерує грошові потоки, які стосуються не тільки до нерухомості, а й до інших активів, що використовуються у процесі виробництва або постачання.

На відміну від нерухомості, *рухоме майно* може вільно переміщуватися у просторі.

Згідно з Податковим кодексом України до матеріальних активів не належать кошти, цінні папери, деривативи та нематеріальні активи.

У Цивільному кодексі України визначено поняття *єдиного майнового комплексу*, до складу якого входять усі види майна, призначені для його діяльності, в т. ч. земельні ділянки, будівлі, споруди, устаткування, інвентар, сировина, продукція, права вимоги, борги, а також право на торговельну марку або інше позначення та інші права. Відповідно до законодавства України підприємство як єдиний майновий комплекс є нерухомістю.

2. Нематеріальні активи. Згідно з Міжнародними стандартами оцінки (2011 р.) до нематеріальних належать негрошові активи, що проявляють себе в своїх економічних властивостях, вони не мають фізичної форми, але надають права та економічні вигоди його власнику.

За характером участі в господарському процесі (рис. 5.2) об'єкти реальних інвестицій включають оборотні та необоротні активи.

Оборотні активи – це активи, які призначені для реалізації чи споживання протягом операційного циклу чи протягом 12 міс. (операційний цикл – проміжок часу між придбанням запасів для здійснення діяльності та отриманням грошей від реалізації виробленої з них продукції або товарів і послуг). До оборотних активів як об'єктів реальних інвестицій належать виробничі запаси (сировина, паливо, будівельні матеріали тощо), незавершене виробництво, готова продукція, товари тощо. Не відносяться до об'єктів реальних інвестицій, а до об'єктів фінансових інвестицій, такі оборотні активи, як грошові кошти та їх еквіваленти.

Необоротні активи – активи, що використовуються економічним агентом у його діяльності протягом тривалого періоду (більше 1 року) та від використання яких суб'єкт економіки в майбутньому отримає економічні вигоди. До необоротних активів належать основні засоби, нематеріальні активи, інші необоротні активи.

Основні засоби – це матеріальні активи, які підприємство утримує з метою використання їх у процесі виробництва або постачання товарів, надання послуг, здавання в оренду іншим особам або для здійснення адміністративних і соціально-культурних функцій, очікуваний строк корисного використання (експлуатації) яких більше одного року (або операційного циклу, якщо він довший за рік).

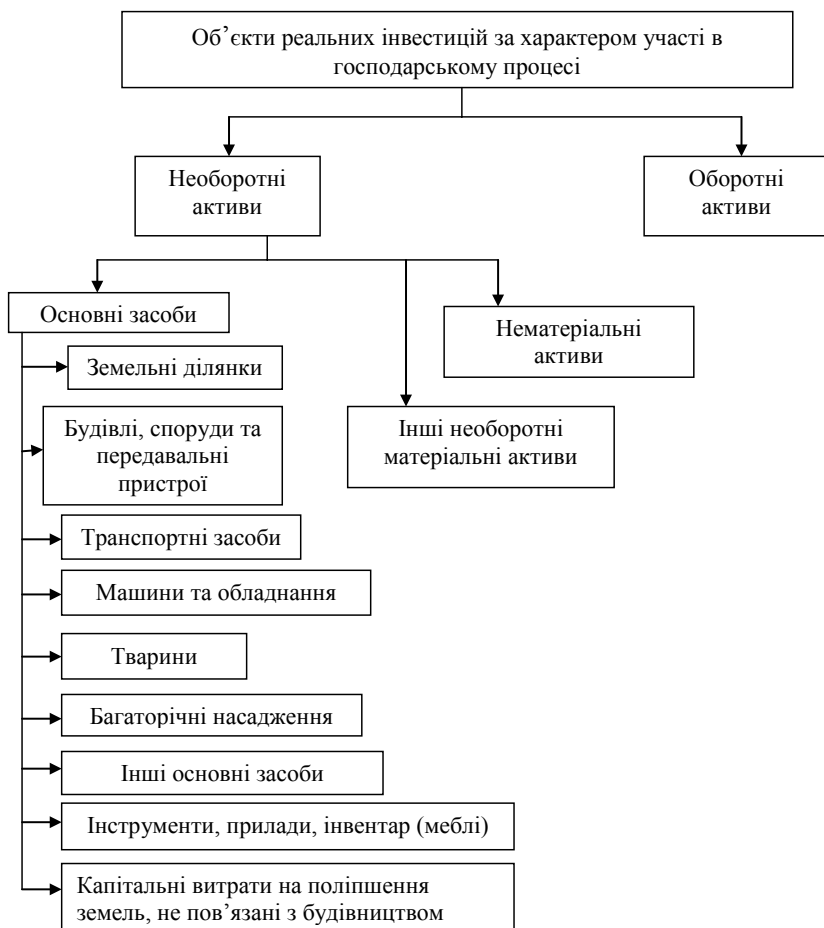


Рис. 5.2. Види об'єктів реальних інвестицій за характером участі в господарському процесі

Згідно з Податковим кодексом України до основних засобів належать активи з вартістю, яка перевищує 2500 грн. (крім вартості землі, незавершених капітальних інвестицій, автомобільних доріг загального користування, бібліотечних і архівних фондів, матеріальних активів, вартість яких не перевищує 2500 грн.) і поступово зменшується у зв'язку з фізичним або моральним зносом.

У законодавстві визначено поняття “капітальні інвестиції”. Так, у Податковому кодексі України капітальні інвестиції визначено як господарські операції, що передбачають придбання будинків, споруд, інших об’єктів нерухомої власності, інших основних засобів і нематеріальних активів, що підлягають амортизації.

Згідно з “Методикою розрахунку індексу капітальних інвестицій” (розроблена Державною службою статистики України) капітальні інвестиції охоплюють також вкладення у виготовлення власними силами для власного використання матеріальних та нематеріальних активів, строк служби яких перевищує 1 рік.

На основі аналізу визначень капітальних інвестицій можна стверджувати, що вони охоплюють більшу частину реальних інвестицій (крім вкладень в оборотні активи).

Підтвердженням віднесення вкладень в оборотні активи до інвестицій є дані “Методологічних положень щодо організації державного статистичного спостереження зі статистики інвестиційних проєктів” (розроблені Державною службою статистики України). Зокрема, в цьому документі вказано, що освоєння інвестицій відстежується за такими напрямками:

- в основні засоби;
- в нематеріальні активи;
- в оборотні активи;
- інші напрями освоєння.

Крім того, згідно з Господарським кодексом України інвестування відтворення основних фондів і приросту матеріально-виробничих запасів здійснюється як капітальні вкладення.

З огляду на це твердження капітальні вкладення – це матеріальна частина реальних інвестицій.

Співвідношення понять “реальні інвестиції”, “капітальні вкладення” та “капітальні інвестиції” відображено на рис. 5.3.

Основними видами реальних інвестицій є такі:

- придбання цілісних майнових комплексів;
- інвестиції в нове будівництво – вкладення у будівництво комплексу об’єктів основного, підсобного та обслуговуючого призначення новостворюваних підприємств, будівель,

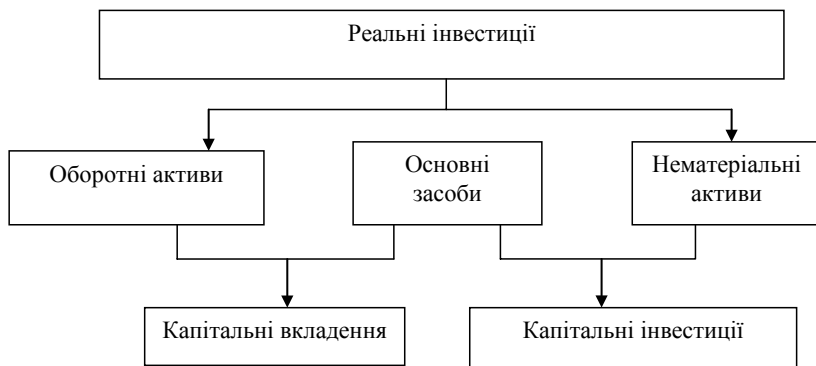


Рис. 5.3. Види реальних інвестицій

споруд, а також філій і окремих виробництв, які після введення в експлуатацію будуть знаходитись на самостійному балансі, яке здійснюється на нових площах із метою створення нової виробничої потужності;

- вкладення в ремонт (комплекс операцій з відновлення справності або робоздатності виробів та відновлення ресурсів виробів або їх складових). Ремонт поділяється на поточний (роботи, що спрямовані на підтримку основних засобів в нормальному робочому стані) та капітальний (ремонтні роботи основних засобів та нематеріальних активів, у результаті яких збільшується строк їх служби або поліпшуються якісні характеристики, зокрема потужність, продуктивність та інше);
- придбання нових основних засобів (землі, обладнання тощо);
- поліпшення основних засобів – інвестиції в модернізацію, модифікацію, добудову, дообладнання, реконструкцію), що приводить до зростання майбутніх економічних вигод;
- інвестиції в нематеріальні активи (придбання та створення власних);
- інвестиції у приріст товарно-матеріальних оборотних активів.

§ 2. Інвестиційні основи будівництва

Капітальне будівництво – це процес створення нових, а також розширення, реконструкція, технічне переоснащення діючих підприємств, об'єктів виробничого і невиробничого призначення, пускових комплексів (з урахуванням проектних робіт, проведення торгів (тендерів) у будівництві, консервації, розконсервації об'єктів, утримання дирекцій підприємств, що будуються, а також придбання технологічного обладнання, що не входить до кошторису об'єктів).

При аналізі інвестицій у будівництво використовуються такі елементи будівництва (рис. 5.4):

1. *Об'єктом будівництва* є кожна відокремлена будівля або споруда з усіма облаштуваннями, устаткуванням, допоміжними пристроями, що належать до неї, а також, за необхідності, з інженерними мережами. На будівництво об'єкта має бути складений окремий проект і кошторис або кошторисний розрахунок (об'єктний кошторис або об'єктний кошторисний розрахунок).

Якщо на будівельному майданчику за проектом зводиться тільки один об'єкт основного призначення, без будівництва підсобних та допоміжних об'єктів (наприклад: у промисловості – будівля цеху основного призначення; на транспорті – будівля залізничного вокзалу; у житлово-цивільному будівництві – житловий будинок, театр, будинок школи тощо), то поняття об'єкта будівництва збігається з поняттям будови.

2. *Пусковим комплексом* є сукупність об'єктів (або їх частин) основного виробничого, допоміжного та обслуговуючого призна-

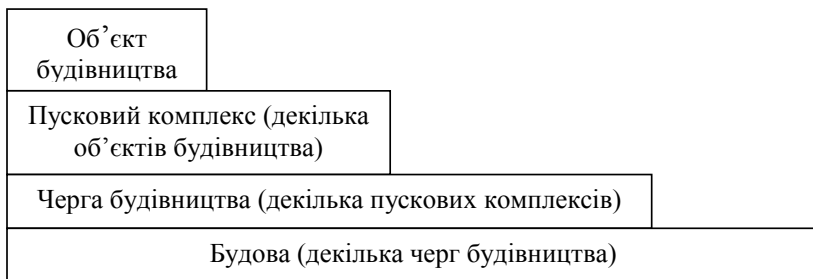


Рис. 5.4. Елементи будівництва

чення та інших об'єктів, що є частиною будови або її черги, введення яких в експлуатацію забезпечує: випуск продукції або надання послуг в обсязі, передбаченому проектною документацією для цього пускового комплексу.

3. *Чергою будівництва* є визначена проектною документацією сукупність об'єктів виробничого призначення (або їх частин), введення в дію яких забезпечує випуск продукції або надання послуг та безпечну експлуатацію цих об'єктів. Вона може складатися з одного або кількох пускових комплексів.

4. *Будовою* є сукупність будівель та споруд (об'єктів) різного призначення, будівництво яких здійснюється, як правило, за єдиною проектно-кошторисною документацією із зведеним кошторисним розрахунком вартості будівництва (розрахунком вартості будівництва) або, у відповідних випадках, із зведенням витрат і на які у встановленому порядку затверджується окремий титул будови.

Будівництво здійснюється шляхом проведення будівельно-монтажних робіт.

Будівельні роботи поділяються на три групи: 1) загальнобудівельні (земляні, кам'яні, бетонні), спеціальні будівельні (фундаменти під устаткування, технологічні канали, тунелі), санітарно-технічні (водопровід, каналізація, опалення, газопостачання, вентиляція).

До *монтажних робіт* належать ув'язка й встановлення всіх видів устаткування з виконання усіх супутніх робіт, які з ними пов'язані, а також електромонтажні та інші енергопостачальницькі роботи.

Здійснення будівництва може відбуватись за допомогою господарського, підрядного або змішаного способів.

Господарський спосіб передбачає виконання робіт з капітального будівництва виключно замовником (інвестором), який виступає в ролі забудовника. Господарський спосіб здійснення інвестицій є ефективним при невеликих обсягах будівельно-монтажних робіт чи при здійсненні реконструкції та технічного переозброєння підприємства.

Підрядний спосіб – це господарські правовідносини, що передбачають передачу виконання робіт сторонній організації (підряднику). Згідно з договором будівельного підряду підрядник зобов'язується збудувати і здати у встановлений строк об'єкт або виконати інші бу-

дівельні роботи відповідно до проектно-кошторисної документації, а замовник зобов'язується надати підрядникові будівельний майданчик (фронт робіт), передати затверджену проектно-кошторисну документацію, якщо цей обов'язок не покладається на підрядника, прийняти об'єкт або закінчені будівельні роботи та оплатити їх.

Договір будівельного підряду укладається на проведення нового будівництва, капітального ремонту, реконструкції (технічного переоснащення) підприємств, будівель (зокрема житлових будинків), споруд, виконання монтажних, пусконаладжувальних та інших робіт, нерозривно пов'язаних з місцезнаходженням об'єкта.

Змішаний спосіб передбачає виконання частини будівельних робіт замовником самостійно, а частину за допомогою підрядної організації. Підрядним способом виконуються складні матеріаломісткі види будівельно-монтажних робіт, а господарським способом – трудомісткі роботи, наприклад, оздоблювальні.

Інвестор, прийнявши рішення щодо здійснення капітальних вкладень у будівництво, визначає вартість будівництва (самостійно або із залученням спеціалізованих проектних організацій).

Визначення вартості будівництва здійснюється на підставі *Правил визначення вартості будівництва ДБН Д.1.1-1-2000 (Державних будівельних норм України)*.

Розробка будівельних норм регулюється Законом України “Про будівельні норми”.

Будівельні норми – це затверджений суб'єктом нормування підзаконний нормативний акт технічного характеру, що містить обов'язкові вимоги у сфері будівництва, містобудування та архітектури.

Застосування будівельних норм або їх окремих положень є обов'язковим для всіх суб'єктів господарювання незалежно від форми власності, які провадять будівельну, містобудівну, архітектурну діяльність та забезпечують виготовлення продукції будівельного призначення.

Будівельні норми поділяються на:

- *державні будівельні норми* – нормативний акт, затверджений центральним органом виконавчої влади з питань будівництва та архітектури;

- *галузеві будівельні норми* – нормативний акт, затверджений міністерством, іншим центральним органом виконавчої влади в межах своїх повноважень у разі відсутності державних будівельних норм або необхідності встановлення вимог до будівництва окремих видів споруд, що конкретизують вимоги державних будівельних норм.

Основним завданням кошторисного нормування і ціноутворення в будівництві є забезпечення через систему ціноутворення в будівництві визначення вартості будівництва на всіх стадіях інвестування.

Система ціноутворення в будівництві включає:

- кошторисні нормативи;
- правила визначення вартості будівництва
- складання інвесторської кошторисної документації.

Кошторисні нормативи – це узагальнена назва комплексу кошторисних норм, що об'єднуються в окремі збірники. Разом з правилами і положеннями, що містять у собі необхідні вимоги, вони служать для визначення вартості будівництва.

Кошторисні нормативи поділяються на такі види:

- загальнодержавні будівельні кошторисні нормативи;
- відомчі кошторисні нормативи;
- кошторисні нормативи для окремих будов;
- індивідуальні кошторисні норми.

Кошторисною нормою називається сукупність ресурсів (трудовитрат, часу роботи будівельних машин і механізмів, витрат матеріалів, виробів і конструкцій), встановлена на прийнятий вимірювач будівельних або монтажних робіт, а також конструкцій, виражена, як правило, у натуральних (фізичних) величинах або у відносній формі (у вигляді коефіцієнтів).

Головна функція кошторисних норм – визначення нормативної кількості ресурсів, необхідних для виконання відповідного виду робіт, як основи для наступного переходу до вартісних показників.

Система ціноутворення в будівництві базується на:

- нормативно-розрахункових показниках (ресурсних елементних кошторисних нормах);
- поточних цінах трудових та матеріально-технічних ресурсів.

На підставі цих норм і поточних цін визначаються прямі витрати у вартості будівництва.

Ресурсні елементні кошторисні норми є первинними кошторисними нормативами, призначеними для визначення нормативної кількості ресурсів, необхідних для виконання різних видів будівельних, монтажних, ремонтних і реставраційних робіт, прямих витрат у вартості будівництва, а також для розроблення поточних одиничних розцінок.

Вартість будівництва визначається:

- на стадії проектування – кошторисна вартість будівництва в складі інвесторської кошторисної документації;
- на стадії визначення виконавця робіт (проведення тендера) – ціна тендерної пропозиції претендента (договірна ціна);
- на стадії проведення взаєморозрахунків – уточнюються окремі вартісні показники, визначені на попередніх стадіях, залежно від виду договірної ціни в порядку, обумовленому в контракті.

Кошторисна вартість, що визначається за локальними кошторисами, містить у собі прямі і загальновиробничі витрати.

Елементи кошторисної вартості будівництва наведено на рис. 5.5.

Безпосередні та супутні витрати поділяються за такими видами робіт і витрат:

- будівельні роботи;
- роботи з монтажу устаткування (монтажні роботи);
- витрати на придбання устаткування, меблів та інвентарю;
- інші витрати.

Прямі витрати – це витрати, які можуть бути віднесені безпосередньо до конкретного об'єкта витрат економічно доцільним шляхом. Вони враховують у своєму складі заробітну плату робітників, вартість експлуатації будівельних машин і механізмів та матеріалів, виробів, конструкцій. Прямі витрати визначаються в локальних кошторисах шляхом множення визначеної за ресурсними елементними кошторисними нормами кількості трудових і матеріально-технічних ресурсів, необхідних для виконання обсягів робіт, обчислених за робочими кресленнями, на відповідні поточні ціни цих ресурсів.

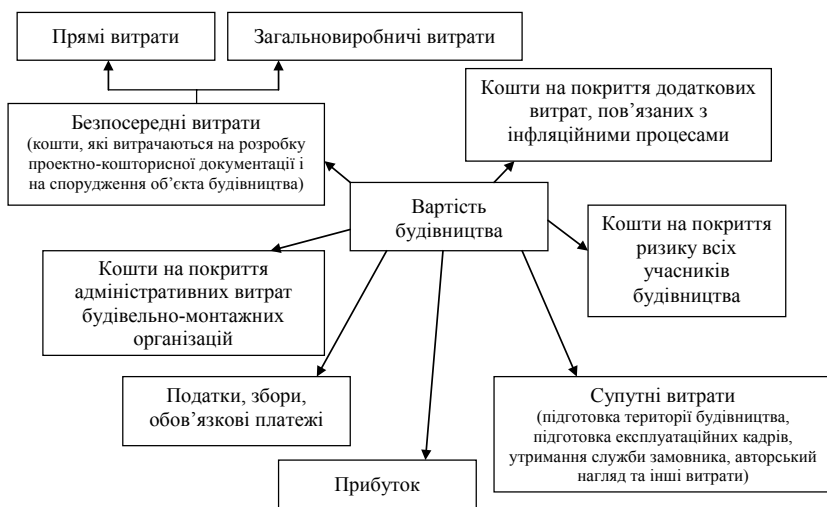


Рис. 5.5 Структура кошторисної вартості будівництва

Поточні ціни на трудові та матеріально-технічні ресурси в інвесторській кошторисній документації приймаються за вихідними даними замовника або за його дорученням з інших джерел.

У локальних кошторисах і зведеному кошторисному розрахунку вартості будівництва вказується дата, станом на яку приймаються поточні ціни на трудові та матеріально-технічні ресурси.

Загальновиробничі (непрямі) витрати – це витрати, що не можуть бути віднесені до конкретного об'єкта витрат економічно доцільним шляхом та зараховуються до собівартості будівельно-монтажних робіт шляхом розподілу з використанням методів, визначених нормативно-правовими актами з бухгалтерського обліку. Такі витрати розподіляються між об'єктами витрат з використанням бази розподілу, обраної будівельною організацією самостійно. Вони включають витрати, пов'язані з управлінням та обслуговуванням будівельного виробництва; витрати на організацію робіт на будівельних майданчиках і вдосконалення технології; витрати на здійснення заходів з охорони праці на будівельних майданчиках тощо.

Частина супутніх витрат (наприклад, витрати на проведення геолого-розвідницьких робіт; витрати на придбання господарського

інвентарю) визначається або на підставі чинних нормативних документів, або на підставі даних проекту (робочого проекту) за локальними кошторисами (розрахунками).

Решта супутніх робіт та витрат, характер і методи виконання яких не можуть бути точно визначені при проектуванні і уточнюються при визначенні виконавця робіт або в процесі будівництва, відшкодовуються підряднику замовником за рахунок коштів замовника на покриття ризику, які передбачаються у зведеному кошторисному розрахунку вартості будівництва.

Кошторисний прибуток – це кошти, що враховують економічно обґрунтовану величину прибутку підрядної організації від виконання будівельних і монтажних робіт.

Кошторисний прибуток в інвесторській кошторисній документації враховується при здійсненні будівництва:

- підрядним способом – в обов’язковому порядку;
- господарським способом – якщо підприємство планує прибуток від такого виду діяльності.

Кошти на покриття адміністративних витрат будівельно-монтажних організацій визначаються з урахуванням рекомендованих профільним міністерством усереднених показників, виражених у гривнях в розрахунку на одну людино-годину загальної кошторисної трудомісткості.

Кошти на покриття ризику всіх учасників будівництва призначені на відшкодування:

- збільшення вартості обсягів робіт та витрат, характер і методи виконання яких не можуть бути точно визначені при проектуванні і уточнюються при визначенні виконавця робіт (проведенні тендера) або в процесі будівництва;
- збільшення вартості будівництва, спричиненого зміною державних стандартів на окремі матеріали, вироби, конструкції, устаткування тощо.

Розмір цих коштів залежить від стадії проектування, виду будівництва та складності будови і визначається процентом від підсумку кошторисної вартості.

Кошти на покриття додаткових витрат, пов'язаних з інфляційними процесами розраховуються, виходячи з початку та строків будівництва, виду будови, структури робіт, вартості матеріально-технічних ресурсів, врахованих у локальних кошторисах, та прогнозного зростання цін на ці ресурси за період будівництва, яке визначається на підставі прогнозного рівня інфляції на наступний період, що встановлюється Кабінетом Міністрів України.

Розрахований таким чином розмір коштів за узгодженням із замовником включається до зведеного кошторисного розрахунку вартості будівництва.

Кошти на страхування ризиків замовника в будівництві включаються до зведеного кошторисного розрахунку вартості будівництва тільки в обґрунтованих випадках за відповідними розрахунками.

Ціна тендерної пропозиції (договірна ціна), за яку претендент (підрядник) згоден виконувати замовлення, розраховується на підставі нормативної потреби в трудових і матеріально-технічних ресурсах, необхідних для здійснення проектних рішень щодо об'єкта замовлення, та поточних цін на них.

Для розрахунку ціни пропозиції претендента на будівництво об'єкта замовлення замовник надає претендентові (підрядникові) відомість обсягів робіт, що пропонуються, відомість ресурсів до неї з відповідними кошторисними цінами або без цін, або проектно-кошторисну документацію.

Договірна ціна входить до складу вартості будівництва і використовується при проведенні взаєморозрахунків.

У ціні своєї пропозиції претендент (підрядник) враховує економічно обґрунтований прибуток, що його він планує отримати від виконання робіт, які пропонуються. На розмір прибутку має вплив значна кількість факторів, у тому числі такі:

- вид будівництва;
- технічна та технологічна складність будови;
- строки будівництва;
- спосіб фінансування будівництва;

- кон'юнктура ринку трудових ресурсів та будівельних організацій, спроможних виконати роботи за об'єктом замовлення в цьому регіоні тощо.

Договірна ціна на будівництво об'єкта формується претендентом на виконання робіт (генпідрядником) із залученням субпідрядних організацій і погоджується із замовником.

У результаті спільного рішення оформляється протокол погодження договірної ціни на будівельну продукцію, який є невід'ємною частиною контракту.

Договірні ціни можуть встановлюватись:

1) *твердими*, які встановлюються незмінними на весь обсяг будівництва (за винятком форс-мажору) і не уточнюються;

2) *динамічними*, які встановлюються відкритими і можуть уточнюватися протягом всього строку будівництва, при цьому маса прибутку, врахована в договірній ціні на початок будівництва, не уточнюється;

3) *періодичними*, як встановлюються відкритими і мають елементи як динамічної, так і твердої договірних цін. Особливість такої ціни полягає в тому, що на обсяги робіт, які плануються на визначений період, як правило, це річний план, встановлюється тверда договірна ціна (фіксована частина ціни). Після закінчення періоду, в якому діяла тверда ціна в складі періодичної договірної ціни, вартість залишків робіт може уточнюватися з подальшим встановленням твердої ціни на весь залишок або його частину.

Після погодження договірної ціни складається контракт на виконання робіт. У контракті зазначається документ, покладений в основу визначення вартісних показників; позначається вид договірної ціни; порядок та строки уточнення договірної ціни; умови фінансування та розрахунків за обсяги виконаних робіт; гарантії замовника та підрядника тощо.

Взаєморозрахунки за обсяги виконаних робіт провадяться за період, встановлений у контракті (щомісячно, за етап тощо).

Усі ці розрахунки інвестори здійснюють шляхом складання інвесторської (проектно-кошторисної) документації.

Інвесторська кошторисна документація – це сукупність кошторисів (кошторисних розрахунків), відомостей кошторисної

вартості пускових комплексів, черг будівництва, зведень витрат, пояснювальних записок до них та відомостей ресурсів, складених на стадії розроблення проектної документації.

Форми кошторисної документації дозволяють складати її в певній послідовності, поступово переходячи від дрібних до більш крупних елементів будівництва, що є видом робіт (витрат): об'єкт – пусковий комплекс – черга будівництва – будівництво (будова) загалом.

Для визначення кошторисної вартості будівництва проектованих підприємств, будівель, споруд або їх черг складається *інвесторська кошторисна документація таких видів*:

1. Локальні кошториси є первинними кошторисними документами і складаються на окремі види робіт та витрат по будівлях і спорудах або по загальномайданчикових роботах на підставі обсягів, що визначилися при розробленні робочої документації (робочих креслень).

2. Локальні кошторисні розрахунки складаються також на окремі види робіт та витрат по будівлях і спорудах або по загальномайданчикових роботах замість локальних кошторисів у тих випадках, коли обсяги робіт і розміри витрат остаточно не визначилися і підлягають уточненню.

3. Об'єктні кошториси об'єднують у своєму складі на об'єкт загалом дані з локальних кошторисів.

4. Об'єктні кошторисні розрахунки об'єднують у своєму складі на об'єкт загалом дані з локальних кошторисних розрахунків і локальних кошторисів та підлягають уточненню.

5. Кошторисні розрахунки на окремі види витрат складаються у тих випадках, коли необхідно визначити, як правило, в цілому по будові кошти, необхідні для відшкодування тих витрат, що не враховані кошторисними нормативами (наприклад: компенсації в зв'язку з вилученням земель під забудову; витрати, пов'язані із застосуванням пільг і доплат, встановлених урядовими рішеннями, отриманням архітектурно-планувальних завдань, технічних умов, експертних висновків тощо).

6. Зведені кошторисні розрахунки вартості будівництва підприємств, будівель, споруд (або їх черг) складаються на основі

об'єктних кошторисів, об'єктних кошторисних розрахунків і кошторисних розрахунків на окремі види витрат.

7. Зведення витрат – це кошторисний документ, що об'єднує зведені кошторисні розрахунки вартості будівництва. Зведення витрат складається у випадках, коли одночасно з будівництвом виробничих об'єктів передбачається будівництво соціальних, побутових та транспортних об'єктів за рахунок коштів на виробниче будівництво.

8. Відомість кошторисної вартості будівництва об'єктів, що входять у пусковий комплекс.

Склад інвесторської кошторисної документації визначається залежно від стадійності проектно-кошторисної документації, що розробляється, та технічної складності об'єкта.

§ 3. Інвестиційний аналіз підприємства як цілісного майнового комплексу

При купівлі інвестором підприємства (як цілісного майнового комплексу, ЦМК) можна здійснювати його оцінку на підставі Національного стандарту № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів”.

Для проведення оцінки вартості підприємства застосовуються такі основні методичні підходи:

1. ***Майновий підхід*** передбачає розрахунок ринкової вартості підприємства.

При цьому підході для оцінки цілісного майнового комплексу використовуються такі методи:

– *метод накопичення активів (основний метод)*, який передбачає визначення чистої вартості активів (*ЧВА*) підприємства:

$$ЧВА = A - Z,$$

де *A* – активи підприємства;

Z – зобов'язання підприємства.

Активи оцінюються, як правило, з використанням бази оцінки, що відповідає ринковій вартості, а зобов'язання за даними бухгалтерського обліку або шляхом дисконтування сум (основний борг, проценти), що підлягають погашенню у відповідних періодах, за обґрунтованою для кожного із зобов'язань ставкою дисконту.

– метод ймовірного результату ліквідації цілісного майнового комплексу:

$$PB_{л} = PB_{\partial} - (B + PB_{ен} - PB_{з}),$$

де PB_{∂} – поточна вартість доходів, що очікуються від продажу активів ЦМК;

$PB_{л}$ – поточна вартість ймовірного результату ЦМК;

B – сума витрат, пов'язана з ліквідацією ЦМК;

$PB_{ен}$ – сума поточної вартості грошових потоків, які очікуються від провадження господарської діяльності підприємства в період ліквідації;

$PB_{з}$ – сума поточної вартості зобов'язань підприємства.

2. **Дохідний підхід** передбачає застосування процедур переведення очікуваних доходів у вартість підприємства. При цьому підході передбачено використання інвестиційними фахівцями таких методів:

– метод дисконтування грошового потоку (основний метод):

$$B_{ЦМК} = PV_{ЧГП} + PV_{PB} + PV_{HM},$$

де $B_{ЦМК}$ – вартість цілісного майнового комплексу;

$$PV_{ЧГП} = \sum_{t=1}^n ЧГП_t \cdot PVIF_{r,t},$$

$PV_{ЧГП}$ – поточна вартість чистого грошового потоку (ЧГП);

– ЧГП для власного капіталу:

$$ЧГП_{ек} = ЧПр + A - ПрРК - KI + ПрДЗ$$

– ЧГП для інвестованого капіталу (сума власного та запозиченого капіталу):

$$ЧГП_{ІК} = ЧПр + A - ПрРК - KI;$$

$ЧПр$ – чистий прибуток (при використанні моделі грошового потоку інвестованого капіталу – чистий прибуток, розрахований за умови припущення про відсутність витрат на сплату процентів за довгостроковим боргом);

A – сума амортизації;

$ПрРК$ – приріст робочого капіталу (вартості оборотних активів цілісного майнового комплексу, зменшеної на величину його короткострокових (поточних) зобов'язань);

KI – капітальні інвестиції;

$ПрДЗ$ – приріст довгострокових зобов'язань.

$PVIF_{rt}$ (Present Value Interest Factor) – фактор теперішньої (поточної) вартості за ставкою дисконтування r в період t .

r – ставка дисконтування, яка залежно від моделі грошового потоку розраховується так:

– для власного капіталу на основі методу кумулятивної побудови, який враховує додаткові ризики інвестування в оцінюваний ЦМК порівняно з інвестуванням в альтернативні об'єкти, що характеризується мінімальним ризиком;

– для інвестованого капіталу на основі методу середньозваженої вартості капіталу, який ґрунтується на врахуванні норм доходу на власний та запозичений капітал з урахуванням розміру часток власного та запозиченого капіталу в інвестованому капіталі;

PV_{PB} – поточна вартість реверсії, яка розраховується на підставі грошових потоків ЦМК у постпрогнозний період, з урахуванням тенденції до їх рівномірного збільшення;

PV_{NM} – поточна вартість надлишкового майна, яке не використовується у господарській діяльності підприємства і максимальна цінність якого досягається внаслідок відчуження;

– *метод прямої капіталізації* (коли грошові потоки від функціонування цілісного майнового комплексу очікуються постійні і однакові за обсягом або з тенденцією до рівномірного зростання та їх отримання не обмежується у часі):

$$B_{\text{ЦМК}} = (\text{ЧГП} / r) + \text{НМ},$$

де $B_{\text{ЦМК}}$ – вартість цілісного майнового комплексу;

r – ставка капіталізації;

ЧГП – чистий грошовий потік;

НМ – вартість надлишкового майна.

3. *Порівняльний підхід* передбачає визначення вартості підприємства на основі таких методів:

– *метод ринку капіталу* – розрахунок вартості підприємства на основі її ринкової капіталізації:

$$MC = P \times N,$$

де MC (*market capitalization*) – ринкова капіталізація підприємства;

P (*price*) – ринкова ціна акції підприємства;

N – кількість акцій, випущених підприємством-емітентом.

– метод ринкових угод передбачає, що ринкова вартість (MV) оцінюваного підприємства визначається так:

$$MV = E \times (P_c / E_c) \text{ або } MV = BV \times (P_c / BV_c),$$

де E (*earnings*) – фінансовий результат діяльності оцінюваного підприємства;

BV (*book value*) – балансова вартість капіталу оцінюваного підприємства;

P_c / E_c – мультиплікатор, що характеризує діяльність подібного підприємства;

P_c (*price*) – ціна продажу (пропонування) або ринкова капіталізація подібного цілісного майнового комплексу;

E_c (*earnings*) – фінансовий результат діяльності подібного підприємства;

BV_c (*book value*) – балансова вартість капіталу подібного підприємства.

У міжнародній практиці для оцінки підприємств з метою їх купівлі використовується методика *due diligence* (“забезпечення належної сумлінності”), яка передбачає комплексний аналіз усіх напрямів діяльності підприємства, що є об’єктом інвестування (табл. 5.1).

Due diligence початково використовувався у банківській сфері та був комплексною системою збору та аналізу інформації про потенційних або існуючих клієнтів, яка призначалася банками для захисту власності від можливого збитку. Вперше поняття *Due diligence* з’являється в законодавстві США про цінні папери в 1933 р. При цьому сам строк не був прямо визначений, оскільки, як наголошувалося судами штатів, неможливо встановити єдиний обсяг вимог з проведення *Due diligence* різних компаній.

Due diligence є основним інструментом оцінки на ринку злиття та поглинань (*Mergers and acquisitions, M&A*).

Таблиця 5.1

Напрями Due diligence

Напря́м	Змі́ст
Financial Due diligence	Передбачає здійснення загального аудиту; оцінки фінансового стану та рентабельності підприємства; оцінки майна та оцінка нематеріальних активів; визначення фінансових перспектив підприємства і його здатності приносити дохід. Крім того, здійснюється оцінка системи обліку і внутрішнього контролю, перевірка та оцінка заявлених продавцем бізнесу показників.
Tax Due diligence	Включає оцінку величини податкового тягаря та основних податків, які сплачує компанія; діючих та можливих схем оптимізації оподаткування; податкових ризиків за укладеними контрактами. Здійснюється перевірка відповідності діяльності компанії податковому законодавству і наявності податкових порушень, аналіз перспектив зміни податкового тягаря в зв'язку з реформуванням податкового законодавства або зміни судової практики, виявлення ризиків пред'явлення претензій від податкових органів. Приділяється також увага обліку ймовірних результатів існуючих та майбутніх податкових суперечок; інвентаризації та обліку податкових недоїмок у ціні підприємства, яке є об'єктом інвестицій.
Commercial Due diligence	Оцінюється маркетинговий та виробничий потенціал компанії, зокрема положення компанії на ринку, перспективи розвитку ринку, стратегія компанії і можливості її реалізації, ділова репутація компанії. Досліджується конкурентне середовище та виявляються конкурентні переваги, здійснюється аналіз основних існуючих та потенційних клієнтів і партнерів, визначається ефективність системи дистрибуції.
Organization and Human Resources Due diligence	Аналіз організаційно-правової форми компанії. Оцінка ефективності організаційної структури та рівня корпоративного управління. Оцінка менеджменту та персоналу компанії.
Legal Due diligence	Передбачає проведення експертизи, перевірки законності статутних документів та формування статутного капіталу компанії, законності схеми управління компанією, оцінка законності призначення та обсягу повноважень органів управління. Здійснюється перевірка юридичної "чистоти" прав на майно компанії, реєстрації прав власності на нерухомість і виявлення наявних обтяжень. Юридичній перевірці підлягає володіння пакетами акцій інших компаній, основних ліцензій і ризиків їх відкликання або призупинення, належних компанії об'єктів інтелектуальної власності та ризиків їх оспорування або відміни реєстрації. Аналізуються ризики, що виникають у випадку застосування до компанії (об'єкта оцінки) і власне угоди з її придбання антимонопольного законодавства. Проводиться загальна оцінка ефективності системи договірної роботи та контрактів з основними партнерами на предмет їх юридичної "чистоти" виявлення основних юридичних ризиків.
Environmental Due diligence	Оцінюється характер взаємодії компанії з навколишнім середовищем, дотримання екологічного законодавства, розвиток корпоративної соціальної відповідальності.
Political Due diligence	Аналізуються політичні ризики, пов'язані з діяльністю компанії, та визначаються існуючий та майбутній рівні їх впливу на роботу компанії.

§ 4. Оцінка нерухомості в інвестиційних цілях

У вітчизняній практиці для оцінки нерухомості в інвестиційних цілях використовується Національний стандарт № 2 “Оцінка нерухомого майна”.

При визначенні вартості нерухомості застосовується три підходи:

1. **Витратний підхід** використовується для проведення оцінки нерухомого майна, ринок купівлі-продажу або оренди якого є обмеженим, спеціалізованого нерухомого майна. При цьому розраховується залишкова вартість заміщення або відтворення (рис. 5.6).

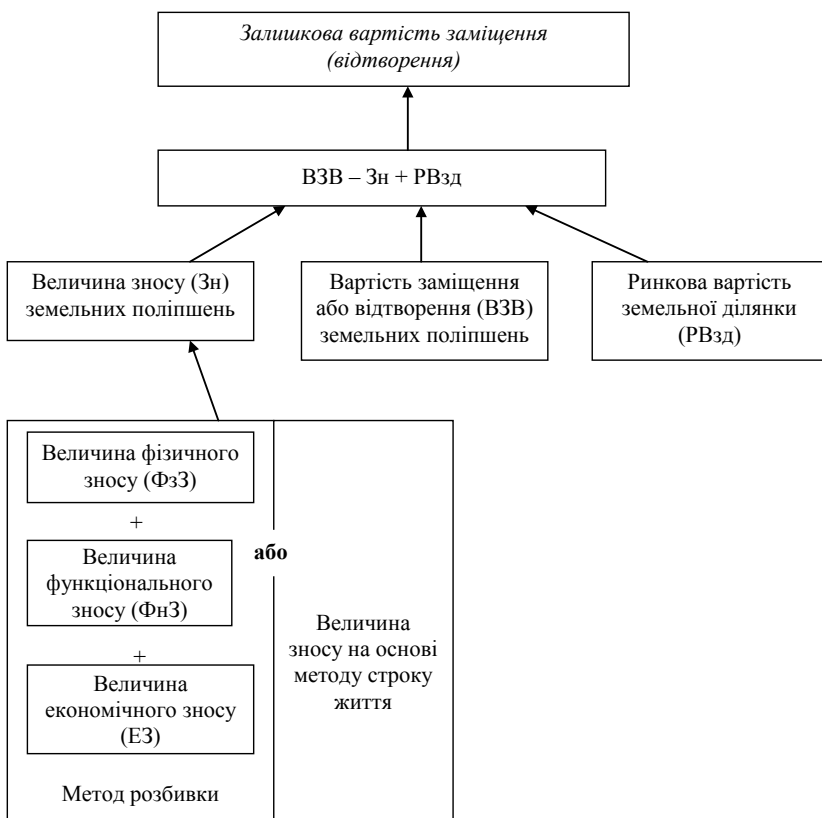


Рис. 5.6. Схема розрахунку залишкової вартості заміщення (відтворення) нерухомості

Метод прямого відтворення застосовується до нерухомості, заміщення якої неможливе, а також у разі відповідності існуючого використання об'єкта його найбільш ефективному використанню.

Метод заміщення прийнятний до використання щодо об'єктів, які побудовані за типовими проектами, або за умови економічної недоцільності відновлення об'єкта оцінки у його первісному вигляді. Вартість заміщення визначається на основі розрахунку поточної вартості витрат на створення нерухомості, подібної до оцінюваної згідно з проектно-кошторисною документацією, або за вартістю одиничного показника земельних поліпшень (площа, об'єм), що є подібними до оцінюваної.

Визначення величини зносу здійснюється за такими методами:

Метод розбивки передбачає визначення сукупного зносу на основі величин трьох видів зносу:

- *величина фізичного зносу* визначається шляхом розрахунку необхідних витрат на усунення (створення, заміну) ознак фізичного (технічного) зносу;
- *величина функціонального зносу* розраховується, виходячи з наявних ознак невідповідності споживчих характеристик об'єкта сучасним вимогам щодо подібного нерухомого майна на ринку (відсутності певних споживчих характеристик або наявності надлишкових споживчих якостей). Цей тип зносу може визначатися шляхом розрахунку необхідних витрат на усунення (створення, заміну) ознак функціонального зносу. Іншим способом урахування функціонального зносу є визначення вартості заміщення об'єкта оцінки шляхом використання інформації про вартість функціонального аналога, що не має ознак функціонального зносу, наявних в об'єкта оцінки;
- *величина економічного зносу* розраховується на основі порівняння прогнозованого доходу від найбільш ефективного використання подібного майна на дату оцінки з прогнозованим доходом від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки з урахуванням частки земельних поліпшень; прогнозованої завантаженості об'єкта оцінки за умови найбільш ефективного використання з його проектною потужністю;

цін продажу подібного майна, що містить ознаки економічного зносу, з цінами майна, яке не містить ознак такого зносу, але є подібним за іншими суттєвими ознаками.

Метод строку життя базується на обґрунтованому припущенні про залишковий строк економічного життя. При застосуванні цього методу всі наявні види зносу об'єкта оцінки вважаються повністю врахованими.

Строк економічного життя нерухомості – період, протягом якого дохід, що отримується від нерухомого майна, перевищує операційні витрати, пов'язані з отриманням цього доходу.

2. Дохідний підхід передбачає використання для визначення вартості нерухомості *валового доходу* від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, який розраховується виходячи з припущення про надання об'єкта оцінки в оренду або інформації про інше використання подібного нерухомого майна. Для визначення обсягу валового доходу інвестиційний аналітик може використати такі методи:

– *метод прямої капіталізації*:

$$V_n = \text{ЧОД} / r \text{ або } V_n = \text{РД} / r,$$

де r – ставка капіталізації;

$$\text{ЧОД} = \text{ВД} - \text{ОВ},$$

де *ЧОД* – чистий операційний дохід;

ВД – валовий дохід, розрахований на основі результатів аналізу зібраної інформації про оренду подібного нерухомого майна;

ОВ – операційні витрати власника, пов'язані з отриманням валового доходу.

$$\text{РД} = \text{ВД}_o - \text{ВВ} - \text{Пр},$$

де *РД* – рентний дохід (отриманий із землі як засобу виробництва залежно від якості та місця розташування земельної ділянки);

ВД_o – очікуваний валовий дохід від реалізації продукції;

ВВ – виробничі витрати виробника;

Пр – прибуток виробника.

– *метод непрямої капіталізації (дисконтування грошового потоку)*:

$$V_n = PV_{\text{ЧОД}} + PV_{\text{РВ}}$$

$$\text{де } PV_{\text{ЧОД}} = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot PVIF_{r,t},$$

$$PV_{PB} = PB \cdot PVIF_{r,n},$$

$PV_{\text{ЧОД}}$ – поточна вартість грошового потоку (CF_t) як суми поточної вартості чистого операційного доходу (ЧОД) або рентного доходу;

PV_{PB} – поточна вартість реверсії PB (вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозним);

$PVIF_{r,t}$ (Present Value Interest Factor) – фактор теперішньої (поточної) вартості за ставкою дисконтування r в період t .

PB – вартість реверсії, яка може дорівнювати:

– ринковій вартості об'єкта оцінки (на початок періоду, що настає за прогнозним), якщо строк корисного використання об'єкта необмежений протягом періоду прогнозування;

– сумі вартості ліквідації земельних поліпшень та ринкової вартості земельної ділянки (на кінець періоду прогнозування) щодо об'єктів оцінки, строк корисного використання яких вичерпується на кінець періоду прогнозування.

3. **Порівняльний підхід** визначення вартості нерухомості для інвестування здійснюється шляхом зіставлення об'єкта оцінки з об'єктами порівняння з наступним коригуванням ціни продажу або ціни пропонування об'єктів порівняння.

Зіставлення об'єктів здійснюється за такими показниками, як ціна об'єкта порівняння, ціна одиниці площі чи об'єму тощо.

Отримані величини вартостей об'єктів порівняння узгоджуються:

- за величинами вартостей об'єктів порівняння, що найчастіше зустрічаються;
- на основі визначення середньозваженої вартості;
- за вартістю об'єкта порівняння, яка зазнала найменших коригувань;
- на основі вартостей об'єктів порівняння, інформація про ціни продажу (ціни пропонування) та характеристики яких найбільш достовірна тощо.

При оцінці землі як об'єкта інвестицій слід використовувати експертну грошову оцінку земельних ділянок на рентній основі, яка здійснюється на підставі методик національного стандарту № 2.

Щодо земельних ділянок, що містять земельні поліпшення (або їх не містять), ринкова вартість визначається на підставі проведення аналізу найбільш ефективного використання. Оцінка земельних ділянок проводиться із застосуванням дохідного та порівняльного підходів на підставі аналізу інформації про розмір орендної плати та ціни продажу подібних земельних ділянок, у разі потреби – з урахуванням витрат на земельні поліпшення, що знаходяться у її межах.

Оцінка земель має певні особливості залежно від їх використання:

1) сільськогосподарські угіддя – валовий дохід для визначення рентного доходу розраховується на підставі аналізу динаміки типового урожаю сільськогосподарських культур (відповідно до родючості ґрунтів у межах земельної ділянки, урожайності культур у розрізі відповідних агровиробничих груп ґрунтів) та цін його реалізації на ринку. Витрати, що враховуються під час розрахунку рентного доходу, включають виробничі витрати та прибуток виробника, що є типовими для регіонального ринку;

2) земельні ділянки, призначені для вирощування лісу – рентний дохід розраховується шляхом вирахування виробничих витрат та прибутку виробника за період обороту рубки із валового доходу, що прогнозується від використання лісових ресурсів;

3) при оцінці забудованих земельних ділянок (або тих, забудова яких передбачається) чистий операційний дохід визначається на основі очікуваного доходу на ринку від оренди землі або забудованої земельної ділянки (земельних поліпшень) за умови її найбільш ефективного використання. Чистий операційний дохід розраховується як різниця між сумою відповідних орендних платежів, які можуть бути отримані протягом року, та операційних витрат, пов'язаних з утриманням та експлуатацією земельної ділянки і її поліпшеннями, що склалися на ринку. До операційних витрат в обов'язковому порядку зараховуються витрати на управління нерухомістю, поточний ремонт, сплату земельного податку та інших податків на нерухомість.

При інвестиційній оцінці земель необхідно звертати увагу на наявність сервітутів (прав власника або землекористувача іншої земельної ділянки на обмежене платне або безоплатне користування земельною ділянкою, що оцінюється). Сервітут за своєю природою

виник у зв'язку з необхідністю надати особі обмежене право користування чужою земельною ділянкою, оскільки іншим способом вирішити проблему неможливо. Прикладами земельних сервітутів є право проходу або проїзду наявною дорогою, право прокладання лінії електропередач, водопроводу через чужу земельну ділянку. Однак встановлення земельного сервітуту не веде до позбавлення власника земельної ділянки, щодо якої встановлено земельний сервітут, прав володіння, користування та розпоряджання нею. Крім того, власник, а також користувач та орендар земельної ділянки, на яку встановлено земельний сервітут, має право, якщо інше не передбачено законом, вимагати від осіб, в інтересах яких встановлено земельний сервітут, відповідної винагороди за його встановлення.

Інвестори можуть вкласти фінансові ресурси в земельні ділянки (до 2016 р. тільки несільськогосподарського призначення) в результаті купівлі земель державної та комунальної власності виключно на земельних аукціонах.

Розмір реєстраційного внеску для участі в земельних торгах визначається виконавцем і не може перевищувати 50% розміру мінімальної заробітної плати на дату публікації оголошення про проведення земельних торгів і поверненню не підлягає.

Розмір гарантійного внеску за лотом становить 5% стартової ціни продажу земельної ділянки або стартового розміру річної плати за користування земельною ділянкою).

Лот виставляється на торги за наявності не менш як двох учасників і стартова ціна продажу земельної ділянки державної та комунальної власності не може бути нижчою за експертну грошову оцінку земельної ділянки.

Інвестор може отримувати доходи як від безпосереднього використання земель при здійсненні певного виду діяльності, так і на основі платної передачі частини прав за ними, а саме:

- *оренди* – це засноване на договорі строкове платне володіння і користування земельною ділянкою, необхідною орендареві для провадження підприємницької та іншої діяльності. Оренда земельної ділянки може бути короткостроковою – не більше 5 років та довгостроковою – не біль-

ше 50 років. Орендована земельна ділянка або її частина може за згодою орендодавця передаватись орендарем у володіння та користування іншій особі (суборенда);

- *суперфіцію* – право користування чужою земельною ділянкою для сільськогосподарських потреб;
- *емфітевзису* – право користування чужою земельною ділянкою для забудови.

Права землекористувача щодо суперфіцію та емфітевзису можуть передаватися в спадок.

§ 5. Інвестиції в нематеріальні активи

Згідно з міжнародними бухгалтерськими стандартами нематеріальні активи є немонетарними активами, які мають бути ідентифіковані.

Актив є ідентифікованим, якщо він:

- а) може бути відокремлений, тобто його можна відокремити або відділити від суб'єкта господарювання і продати, передати, ліцензувати, здати в оренду або обміняти індивідуально або разом з пов'язаним з ним контрактом, ідентифікованим активом чи зобов'язанням, незалежно від того, чи має суб'єкт господарювання намір зробити це, або
- б) виникає внаслідок договірних або інших юридичних прав, незалежно від того, чи можуть вони бути передані або відокремлені від суб'єкта господарювання або ж від інших прав та зобов'язань.

Відповідно до міжнародних стандартів оцінки (IVS 2011) нематеріальні активи можна поділити на такі класи:

- 1) пов'язані з маркетингом (торгові марки, фірмові найменування, доменні імена в Інтернеті, унікальний торговий дизайн);
- 2) пов'язані з клієнтом або постачальником (договори щодо надання послуг, трудові договори, документація щодо замовлень, договори ліцензування);
- 3) пов'язані, з технологіями (договірні та позадоговірні права на використання запатентованих технологій, баз даних, формул, програмного забезпечення, технологічних процесів, ноу-хау);
- 4) пов'язані з мистецтвом (роялті від художніх творів тощо).

Вартість, що залишається після відрахування всіх матеріальних, грошових і нематеріальних активів, які можуть бути ідентифіковані, з вартості бізнесу, називається гудвілом.

Гудвіл – будь-яка майбутня економічна вигода, що виникає з бізнесу щодо специфічних синергетичних переваг, організаційного капіталу, можливості експансії на ринки та ін.

Згідно з нормативно-правовими актами України *нематеріальні активи* поділяються та такі групи:

- права користування природними ресурсами (право користування надрами, іншими ресурсами природного середовища, геологічною та іншою інформацією про природне середовище тощо);
- права користування майном (право користування земельною ділянкою відповідно до земельного законодавства, право користування будівлею, право на оренду приміщень тощо);
- права на комерційні позначення (права на торговельні марки (знаки для товарів і послуг), комерційні (фірмові) найменування тощо), крім тих, витрати на придбання яких визнаються роялті;
- права на об'єкти промислової власності (право на винаходи, корисні моделі, промислові зразки, сорти рослин, породи тварин, компонування (топографії) інтегральних мікросхем, комерційні таємниці, у тому числі ноу-хау, захист від недобросовісної конкуренції тощо), крім тих, витрати на придбання яких визнаються роялті;
- авторське право та суміжні з ним права (право на літературні, художні, музичні твори, комп'ютерні програми, програми для електронно-обчислювальних машин, компіляції даних (бази даних), виконання, фонограми, відеограми, передачі (програми) організацій мовлення тощо), крім тих, витрати на придбання яких визнаються роялті;
- інші нематеріальні активи (право на провадження діяльності, використання економічних та інших привілеїв тощо).

Основним об'єктом інвестицій у нематеріальні активи є інтелектуальна власність.

Вперше термін “інтелектуальна власність” вжив у 1845 р. Чарльз Вудбарі (Charles Woodbury), суддя Окружного суду штату Массачусетс. В Європі вперше цей термін вжив Альфред Ніон (Alfred Nion) у своєму трактаті “Droits civils des auteurs, artistes et inventeurs”, що був вперше опублікований у 1846 р.

Справжня історія терміна почалася у 1967 р. після створення Всесвітньої організації інтелектуальної власності. Ця організація доклала багато зусиль для світового визнання для закріплення терміна, який є головною складовою частиною її назви.

Питання інтелектуальної власності в Україні регулюються *Цивільним кодексом (Книга четверта. Право інтелектуальної власності (418 -508))*.

Право інтелектуальної власності – це право особи на результат інтелектуальної, творчої діяльності або на інший об’єкт права інтелектуальної власності.

До об’єктів права інтелектуальної власності, зокрема, належать:

1. Літературні та художні твори, комп’ютерні програми, компіляції даних (бази даних), що є об’єктами *авторського права*. Строк чинності майнових прав діє протягом життя автора та 70 років після його смерті. Авторське право виникає з моменту створення твору. Для отримання правової охорони твору немає необхідності здійснювати його державну реєстрацію.

2. Виконання; фонограми, відеограми, передачі (програми) організацій мовлення, що є об’єктами *суміжних прав*, строк чинності яких 50 років. Під суміжними правами розуміється права виконавців, виробників фонограм, виробників відеограм і організацій мовлення.

3. Наукові відкриття, права на які засвідчується дипломом.

4. Винаходи (строк чинності виключної власності 20 років), корисні моделі (строк чинності виключної власності 10 років), промислові зразки (строк чинності виключної власності 15 років). Право власності на ці об’єкти засвідчується патентом.

5. Компонування (топографії) інтегральних мікросхем (строк чинності виключних майнових прав 10 років). Набуття права інтелектуальної власності на конструювання інтегральної мікросхеми засвідчується свідоцтвом.

6. Раціоналізаторські пропозиції. Право на отримання винагороди автор має протягом 2 років від дати початку її використання юридичною особою, яка видала автору посвідчення на раціоналізаторську пропозицію. Розмір винагороди визначається умовами договору і може бути менше:

- 10% доходу, одержуваного щорічно юридичною раціоналізаторською пропозицією;
- 2% від частки собівартості продукції.

Винагорода сплачується автору відповідно до договору, але не пізніше 3 місяців після закінчення кожного року використання раціоналізаторської пропозиції.

7. Сорти рослин, породи тварин. Права засвідчуються державною реєстрацією (особисті немайнові права), патентами (майнові права). Строк дії майнових прав 30 років (на дерева й виноград – 35 років).

8. Комерційні (фірмові) найменування, торговельні марки (знаки для товарів і послуг), географічні зазначення. Майнові права інтелектуальної власності на комерційне найменування передаються іншій особі лише разом з цілісним майновим комплексом особи, якій ці права належать, або його відповідною частиною. Право інтелектуальної власності на комерційне найменування є чинним з моменту першого використання цього найменування та охороняється без обов'язкового подання заявки на нього чи його реєстрації і незалежно від того, є чи не є комерційне найменування частиною торговельної марки. Набуття права інтелектуальної власності на торговельну марку засвідчується свідоцтвом. Строк дії майнового права на торгову марку 10 років з можливим продовженням на ці ж строки. Право інтелектуальної власності на географічне зазначення є чинним з дати, наступної за датою державної реєстрації, і охороняється безстрокове за умови збереження характеристик товару (послуги), позначених цим зазначенням.

9. Комерційні таємниці. Строк чинності права інтелектуальної власності на комерційну таємницю обмежується строком існування сукупності ознак комерційної таємниці, встановлених Цивільним кодексом.

Відповідно до видів інтелектуальної власності визначаються *об'єкти інтелектуальних інвестицій*.

Інвестиції в майнові права інтелектуальної власності можуть здійснюватися у вигляді:

1) купівлі інтелектуальних прав (на основі договору про передавання виключних майнових прав інтелектуальної власності);

2) отримання в користування інтелектуальних прав на основі дозволу власника права, засвідченого в ліцензійній угоді.

Особа, яка має виключне право дозволяти використання об'єкта права інтелектуальної власності (ліцензіар), може надати іншій особі (ліцензіату) письмове повноваження, яке надає їй право на використання цього об'єкта в певній обмеженій сфері (ліцензія на використання об'єкта права інтелектуальної власності). Ліцензія на використання об'єкта права інтелектуальної власності може бути оформлена як окремий документ або бути складовою частиною ліцензійного договору.

У сфері інтелектуальної власності розрізняють такі види ліцензій:

1) патентні – дозвіл на використання об'єктів інтелектуальної власності, захищених патентами;

2) на товарні знаки – дозвіл на використання засобів індивідуалізації товарів і послуг;

3) дозвіл на використання твору, що надається власником авторського права.

На підставі укладеного договорів ліцензіат сплачує ліцензійні платежі, які поділяються на такі види:

– *паушальний платіж* – одноразовий платіж, який становить фіксовану суму і не залежить від обсягів виробництва (продажу) продукції з використанням об'єкта права інтелектуальної власності;

– *роялті* – ліцензійний платіж у вигляді сум, які сплачуються періодично, залежно від обсягів виробництва або реалізації продукції з використанням об'єкта права інтелектуальної власності;

– *комбінований платіж* – ліцензійний платіж, що включає роялті та паушальний платіж.

Найпоширенішим способом ліцензування товарних знаків є *франчайзинг* (у вітчизняному законодавстві – комерційна концесія).

Предметом договору *комерційної концесії* є право на використання об'єктів права інтелектуальної власності (торговельних марок, промислових зразків, винаходів, творів, комерційних таємниць тощо), комерційного досвіду та ділової репутації. Цей договір підлягає державній реєстрації органом, який здійснив державну реєстрацію правоволодільця.

Серед франчайзингових угод розрізняють:

- *виробничу франшизу*, за якої ліцензіар забезпечує технічною інформацією та надає ліцензіату повноваження щодо виготовлення і реалізації кінцевого продукту під своїм товарним знаком (знаком обслуговування), прикладом таких угод можуть бути угоди щодо ресторанів швидкого обслуговування;
- *дистрибуторську франшизу*, яка дозволяє ліцензіату сформувати збутову мережу для збуту своїх товарів під відповідним товарним знаком, прикладом таких угод можуть бути угоди щодо продажу пального, косметики, побутової техніки;
- *ліцензійну франшизу* (“оренду імені”), за якої ліцензіат отримує право на використання цінного товарного знака (гудвілу) при отриманні певних вимог щодо тримання точок роздрібного продажу цього товару (послуги); прикладом таких угод можуть бути угоди щодо надання послуг з техобслуговування і ремонту автомобілів.

Купівля франчайзингового пакета передбачає сплату вступного внеску й періодичні (найчастіше – щоквартальні) відрахування за користування торговою маркою й операційними системами ведення бізнесу – роялті. Разовий внесок сплачують при вступі до франчайзингової мережі, за право користування інтелектуальною власністю, діловою репутацією та комерційним досвідом франчайзера. Як правило, внесок становить близько 10% від стартових капіталовкладень франчайзі у відкриття бізнесу, що відповідає світовим стандартам франчайзингу. Гроші, вкладені у відкриття підприємства на умовах франчайзингу, окупаються за 1-3 роки. Як показує досвід українських франчайзерів, досягається високий рівень рентабельності – у середньому 20–40%. Понад 25 компаній в Україні офіційно розвивають свої мережі, виступаючи франчайзерами своїх торгових марок.

У сфері інтелектуальної власності органом державного регулювання в Україні є *Державна служба інтелектуальної власності*, яка:

- організовує експертизу об'єктів права інтелектуальної власності, видає патенти/свідоцтва на об'єкти права інтелектуальної власності;
- здійснює державну реєстрацію та ведення обліку об'єктів права інтелектуальної власності, проводить реєстрацію договорів про передачу прав на об'єкти права інтелектуальної власності, що охороняються на території України, ліцензійних договорів;
- веде державні реєстри об'єктів права інтелектуальної власності та ін.

Оцінка об'єктів інтелектуальної власності для здійснення інвестицій здійснюється на підставі Національного стандарту “Оцінка майнових прав інтелектуальної власності” з використанням таких методичних підходів:

1. *Дохідний підхід* передбачає переведення очікуваних доходів у вартість предмета оцінки на основі використання методів капіталізації (прямої та непрямої). Для здійснення капіталізації грошовий потік або дохід визначається такими методами:

- *методи переваги у прибутку і розподілу прибутків*:

$$ГП = П_г - П_о$$

де *ГП* – грошовий потік від об'єкта інтелектуальної власності;

П_г – прибуток, отриманий в результаті використання об'єкта інтелектуальної власності;

П_о – прибуток, отриманий без використання об'єкта інтелектуальної власності;

- *метод додаткового прибутку* – визначення додаткового прибутку, отриманого в результаті використання об'єкта інтелектуальної власності понад середній прибуток суб'єктів, що не мають переваги володіння такими майновими правами;
- *метод роялті* – визначення ліцензійного платежу за надання прав на використання об'єкта права інтелектуальної власності. Ставка роялті визначається на підставі результатів аналізу ринку подібних об'єктів права інтелектуальної власності, за використання яких сплачується роялті.

2. **Витратний підхід** застосовується для визначення залишкової вартості заміщення (відтворення) майнових прав інтелектуальної власності шляхом вирахування з вартості відтворення (заміщення) величини зносу. При цьому вартість визначається такими методами:

- *метод відтворення* – визначення поточної вартості витрат, пов'язаних із створенням (розробленням) або придбанням майнових прав інтелектуальної власності, приведенням об'єкта цього права в стан, що забезпечує його найбільш ефективне використання;
- *метод заміщення* – визначення вартості заміщення на підставі інформації про поточну вартість витрат на створення (розроблення) або придбання, приведення об'єкта права інтелектуальної власності, подібного до об'єкта права інтелектуальної власності, права на який оцінюються і який за своїми споживчими, функціональними, економічними показниками може бути йому рівноцінною заміною, в такий стан, що забезпечує його найбільш ефективне використання.

Величина зносу визначається методом строку життя, тобто шляхом ділення фактичного строку корисного використання об'єкта права інтелектуальної власності, майнові права на який оцінюються, на суму фактичного та залишкового строків корисного використання такого об'єкта.

3. **Порівняльний підхід** передбачає розрахунок вартості об'єкта оцінки на основі порівняння з подібними об'єктами за функціональними, споживчими, економічними та іншими характеристиками.

4. **Метод залишку** – поєднує три вище наведені методичні підходи. Вартість майнових прав інтелектуальної вартості ($B_{\text{мн}}$) підприємства визначається так:

$$B_{\text{мн}} = (НА - РК) - (B_{\text{мф}} + ДФІ + ДДЗ + ВПА),$$

де $НА$ – необоротні активи підприємства;

$РК$ – робочий капітал (вартість оборотних активів цілісного майнового комплексу, зменшена на величину його короткострокових (поточних) зобов'язань);

$B_{\text{мф}}$ – сума вартості усіх об'єктів підприємства в матеріальній формі;

$ДФІ$ – довгострокові фінансові інвестиції;

ДДЗ – довгострокова дебіторська заборгованість;

ВПА – відстрочені податкові активи.

Метод залишку застосовується за умови, що оцінювачем не виявлено підстав для того, щоб припускати наявність у складі підприємства інших нематеріальних активів, крім оцінюваного майнового права інтелектуальної власності.

§ 6. Фінансування реальних інвестицій

Для забезпечення реалізації реальних інвестицій економічні агенти можуть поряд з власними грошовими коштами здійснювати генерування фінансових ресурсів з інших джерел (рис. 5.7).

Інвестування та фінансування будівництва об'єктів житлового будівництва з використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, у тому числі в управління, може здійснюватися виключно через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, а також шляхом випуску цільових облігацій, виконання зобов'язань за якими забезпечується одиницею такої нерухомості, відповідно до законодавства.

I. Фонд фінансування будівництва (ФФБ) – кошти, передані управителю ФФБ в управління, які використані чи будуть використані управителем у майбутньому на умовах Правил фонду та

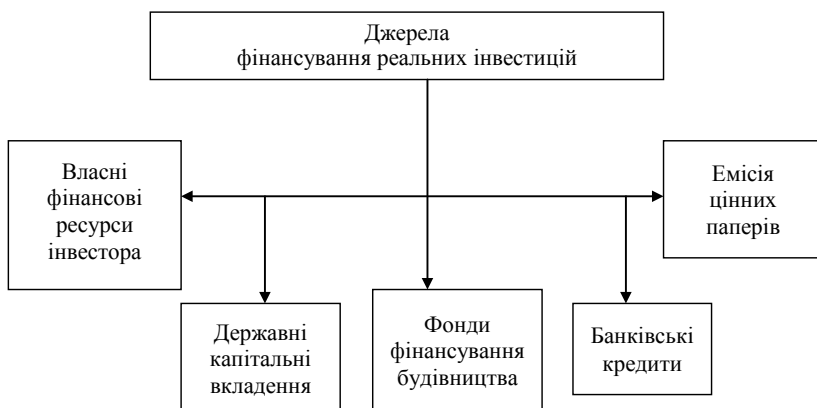


Рис. 5.7. Джерела фінансування реальних інвестицій

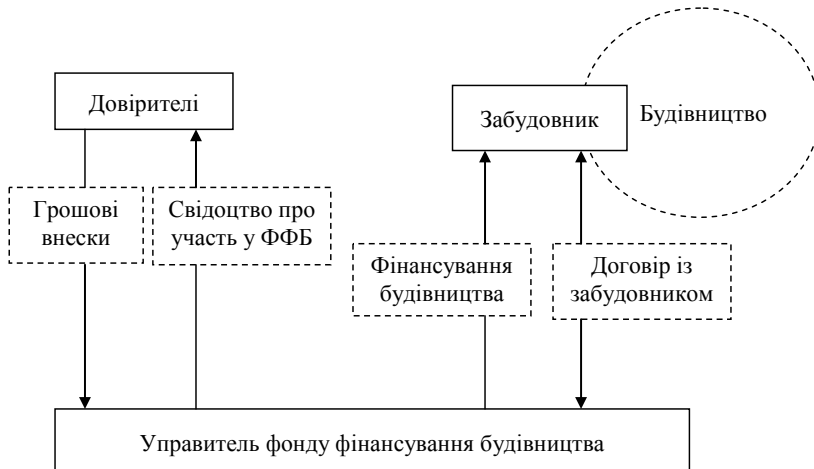


Рис. 5.8. Схема функціонування ФФБ при здійсненні будівництва

договорів про участь у ФФБ. При функціонуванні ФФБ об'єктом інвестування є квартира або приміщення соціально-побутового призначення (наприклад, гараж) в об'єкті будівництва.

Порядок взаємодії основних учасників ФФБ при інвестуванні коштів та при введенні об'єктів інвестування в експлуатацію відображено на рис. 5.8 та 5.9.

Основними учасниками ФФБ є такі:

Управитель – це установа, яка від свого імені діє в інтересах установників управління майном і здійснює управління залученими коштами відповідно до правил фонду. Управителем може бути тільки фінансова установа, статутний капітал якої становить не менше 1 млн. євро, який повинен бути повністю сплачений виключно грошовими коштами до початку залучення коштів від установників управління майном.

Довіритель (установник) – це особа, яка передає управителю в довірчу власність майно (грошові кошти) для отримання в майбутньому у власність об'єкт інвестування (квартиру). Довірителями можуть бути фізичні та юридичні особи, а також спільний інвестор ФОН.

Спільний інвестор ФОН – цілісна спільність власників сертифікатів ФОН, від імені яких виступає управитель фонду операцій з нерухомістю (ФОН).

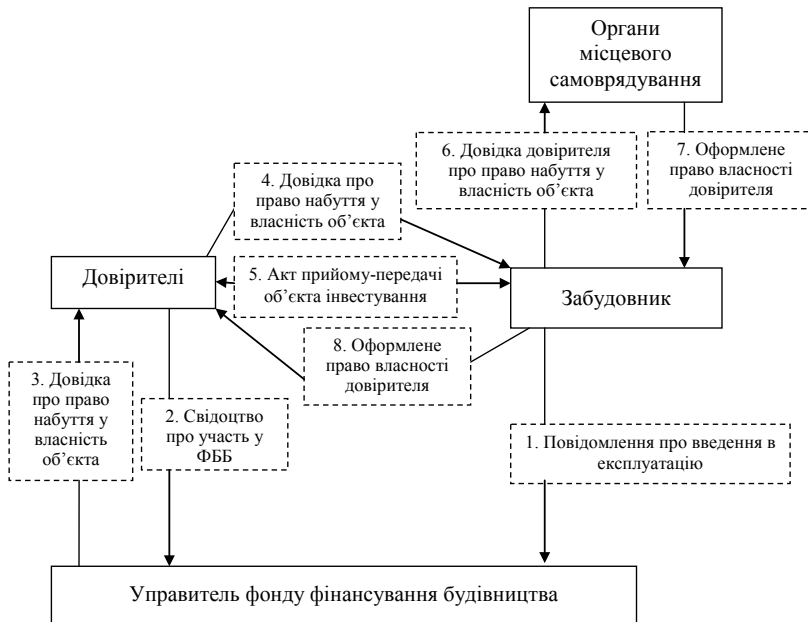


Рис. 5.9. Схема взаємодії учасників ФФБ після введення об'єкта інвестування в експлуатацію

Забудовник – особа, яка має право на виконання функцій замовника будівництва для спорудження об'єктів будівництва.

ФФБ може бути двох видів:

1) *ФФБ виду А*, для якого поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, споживчі властивості об'єктів інвестування та об'єкта будівництва, коефіцієнти поверху та комфортності визначає забудовник. Він бере на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва та зобов'язаний своєчасно ввести його в експлуатацію відповідно до проектної документації та проектної декларації і виконати усі необхідні роботи для дотримання технічних характеристик об'єктів інвестування та об'єкта будівництва, незалежно від обсягу фінансування.

2) *ФФБ виду Б*:

– забудовник бере на себе зобов'язання дотримуватися вимог управителя щодо споживчих властивостей об'єктів інвестуван-

ня та об'єкта будівництва, здійснювати спорудження об'єктів будівництва без порушення графіків будівництва та відповідно до проектною документації і в межах загальної вартості будівництва, погодженої з управителем, та своєчасно ввести їх в експлуатацію і виконати усі необхідні роботи для дотримання технічних характеристик об'єктів інвестування та об'єкта будівництва, визначених у проектній декларації, у разі виконання управителем графіка фінансування будівництва;

- управитель визначає поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, коефіцієнти поверху і комфортності та бере на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва.

При здійсненні управління ФФБ виду Б для покриття ризику недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва управитель може укласти з визначеним ним страховиком договір страхування такого комерційного ризику. Управитель може створити ФФБ виду Б лише за наявності відповідного дозволу на прийняття управителем на себе комерційних ризиків.

II. Державні капітальні вкладення – кошти державного бюджету, передбачені на фінансування капітального будівництва (проектні строки якого мають становити до 3–5 років).

Державні капітальні вкладення здійснюються:

- на безповоротній основі для підприємств державної та комунальної власності;
- на умовах кредиту для підприємств інших форм власності.

Відбір інвестиційних проектів, фінансування яких здійснюється за рахунок державного бюджету, проводиться на конкурсних засадах.

Конкурс проводиться у три етапи.

На *першому етапі* конкурсу суб'єкти економіки не пізніше ніж за два місяці до початку розроблення проекту Державного бюджету України на відповідний рік подають органу виконавчої влади, до компетенції якого належить питання, що є метою інвестиційного проекту, відповідні документи.

Органи виконавчої влади формують пропозиції щодо включення інвестиційних проектів, що отримали позитивні висновки відомчої комісії, до інвестиційного розділу Державної програми і не

пізніше ніж за місяць до початку розроблення проекту Державного бюджету України на відповідний рік подають до Мінекономрозвитку (Міністерство економічного розвитку і торгівлі України).

На *другому етапі* конкурсу комісія Мінекономрозвитку з відбору інвестиційних проектів проводить конкурсний відбір пропозицій (у тому числі тих, які фінансуються на поворотній основі) та повідомляє про нього Міністерство фінансів для врахування під час розроблення проекту Державного бюджету України.

На *третьому етапі* конкурсу Мінекономрозвитку після затвердження Державного бюджету України, виходячи з передбачених у ньому видатків на фінансування державних капітальних вкладень, проводить остаточний конкурсний відбір інвестиційних проектів серед тих, що пройшли відбір на попередньому етапі, і включає їх до інвестиційного розділу проекту Державної програми.

Мінекономрозвитку в установленому порядку подає проект інвестиційного розділу Державної програми на розгляд Кабінету Міністрів України. Після затвердження зазначеного розділу Міністерство фінансів та Державне казначейство здійснюють фінансування включених до нього інвестиційних проектів.

Видатки на капітальне будівництво за рахунок державних капітальних вкладень здійснюють органи Державного казначейства України.

Державні капітальні вкладення на умовах кредиту встановлюються у разі обов'язкового забезпечення виконання зобов'язань з його погашення заставою або поручительством. За використання кредиту встановлюється річна процентна плата на рівні облікової ставки НБУ із застосуванням коефіцієнта 1,2. Отримані кошти можуть спрямовуватися лише згідно з визначеними цілями. Контроль за цільовим та ефективним використанням державних капітальних вкладень здійснюється Державною фінансовою інспекцією.

Розрахунки за виконані роботи, поставлену продукцію, надані послуги в будівництві здійснюються на підставі актів приймання виконаних робіт. Проміжні платежі за виконані роботи здійснюються в межах не більш 95% їх загальної вартості за договірною ціною.

Замовник може перераховувати підряднику аванс, якщо це передбачено контрактом. Розмір авансу не може перевищувати 30% річного обсягу робіт.

Контрольні питання

1. Здійсніть коротку характеристику об'єктів реальних інвестицій за формою функціонування.
2. Прокласифікуйте об'єкти реальних інвестицій за критерієм характеру участі в господарському процесі.
3. Здійсніть порівняльний аналіз понять “реальні інвестиції”, “капітальні вкладення” та “капітальні інвестиції”.
4. Які основні види реальних інвестицій?
5. Розкрийте зміст основних елементів капітального будівництва.
6. Здійсніть порівняльний аналіз способів виконання будівельно-монтажних робіт.
7. Що таке будівельні норми та які їх основні види?
8. опишіть систему ціноутворення в будівництві.
9. Охарактеризуйте структуру кошторисної вартості будівництва.
10. Розкрийте зміст основних видів договірних цін у будівництві.
11. Охарактеризуйте склад інвесторської кошторисної документації.
12. опишіть порядок застосування майнового та порівняльного підходів при оцінці цілісних майнових комплексів.
13. Розкрийте зміст оцінки цілісних майнових комплексів згідно з дохідним підходом.
14. Визначте роль та значення методики *due diligence* при обґрунтуванні прямих інвестицій.
15. Здійсніть порівняльний аналіз підходів до оцінки нерухомості згідно з національними стандартами.
16. Які особливості інвестиційної оцінки землі?
17. Розкрийте сутність поняття “нематеріальні активи” відповідно до IASB 38.
18. Які основні класи нематеріальних активів згідно IVS 2011?
19. Визначте основні групи нематеріальних активів як об'єктів інвестицій згідно з національними стандартами бухгалтерського обліку.
20. Охарактеризуйте основні об'єкти інтелектуальних інвестицій.
21. Які види ліцензійних платежів виникають при інтелектуальних інвестиціях?
22. Охарактеризуйте особливості комерційної концесії при інвестиціях у сфері інтелектуальної власності.
23. Розкрийте порядок державного регулювання інтелектуальних інвестицій.
24. Здійсніть порівняльний аналіз підходів до оцінки нематеріальних активів згідно з національними стандартами.
25. Які основні джерела фінансування реальних інвестицій?
26. опишіть механізм діяльності фондів фінансування будівництва.
27. Охарактеризуйте порядок здійснення державних капітальних вкладень.

Дослідницькі завдання

1. *Аналіз динаміки і структури капітальних інвестицій в Україні.*
2. *Сучасний стан вітчизняного ринку інтелектуальних інвестицій.*
3. *Світові тренди інвестицій в нематеріальні активи.*
4. *Оцінка сучасного стану капітального будівництва в Україні.*
5. *Тенденції вітчизняного ринку злиття та поглинань (M&A).*
6. *Аналіз розвитку фондів фінансування будівництва.*
7. *Франчайзинговий бізнес в Україні.*
8. *Ретроспективний аналіз державних капітальних вкладень на основі даних державного бюджету України.*
9. *Сучасний стан ринку інвестицій у земельні активи.*
10. *Аналіз вітчизняного ринку інвестиційної нерухомості.*

Ключові поняття

Реальні інвестиції, нерухомість, інвестиційна нерухомість, єдиний майновий комплекс, нематеріальні активи, оборотні активи, необоротні активи, основні засоби, капітальні вкладення, капітальні інвестиції, капітальне будівництво, об'єкт будівництва, пусковий комплекс, черга будівництва, будова, будівельні норми, кошторисні нормативи, кошторисна норма, кошторисна вартість, кошторисний прибуток, ціна тендерної пропозиції (договірна ціна), інвесторська кошторисна документація, локальний кошторис, метод накопичення активів, метод ймовірного результату ліквідації цілісного майнового комплексу, метод дисконтування грошового потоку, вартість надлишкового майна, метод прямої капіталізації, метод ринку капіталу, метод ринкових угод, Due diligence, метод прямого відтворення, метод заміщення, метод розбивки, рентний дохід, сервітут, суперфіцій, емфітевзис, гудвіл, роялті, інтелектуальна власність, паушальний платіж, франчайзинг, метод переваги у прибутку і розподілу прибутків, метод додаткового прибутку, метод залишку, фонд фінансування будівництва.

Рекомендована література

1. *Грязнова А. Оценка недвижимости / А. Грязнова, М. Федотова. – М.: Финансы и статистика, 2010. – 560 с.*
2. *Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342с.*
3. *Калінеску Т. Оцінювання майна / Т. Калінеску, Ю. Романовська, О. Кирилов. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 312 с.*
4. *Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2005. – 576 с.*

5. *Липиц И. Экономический анализ реальных инвестиций / И. Липиц, В. Коссов. – М.: Экономистъ, 2004. – 347 с.*
6. *Майорова Т. Інвестиційна діяльність: підруч. / Т. Майорова. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.*
7. *Оцінка земель / М. Г. Ступень, Р. Й. Гулько, І. Р. Залуцький, О. Я. Микула та ін.; за заг. ред. М.Г. Ступеня. – Львів: “Новий світ – 2000”, – 2005. – 308 с.*
8. *Ример М., Касатов А., Матиенко Н. Экономическая оценка инвестиций. – СПб.: Питер, 2008. – 480 с.*
9. *Тэпман Л. Оценка недвижимости / Л. Тэпман. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 303 с.*
10. *Чиркова Е. Как оценивать бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг / Е. Чиркова. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.*

Нормативно-правові акти

1. *Господарський кодекс від 16.01.2003 р. № 436-IV.*
2. *Закон України “Про будівельні норми” від 05.11.2009 р. № 1704-VI.*
3. *Закон України “Про оцінку земель” від 11.12.2003 р. № 1378-IV.*
4. *Закон України “Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю” від 19.06.2003 р. №978-IV.*
5. *Земельний кодекс України від 25.10.2001 р. № 2768-III.*
6. *Методика експертної грошової оцінки земельних ділянок, затверджена Постановою Кабінету Міністрів України від 11.10.2002 р. № 1531.*
7. *Методика оцінки індексу капітальних інвестицій, затверджена Наказом Державним комітетом статистики України від 25.12.2009 р. № 494.*
8. *Методологічні положення щодо організації державного статистичного спостереження зі статистики інвестиційних проектів”, затверджені Наказом Державної служби статистики України від 06.07.2012 р. № 281.*
9. *Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку (IASB) 38 “Нематеріальні активи” від 01.01.2012 р.*
10. *Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку (IASB) 40 “Інвестиційна нерухомість” від 01.01.2012 р.*
11. *Міжнародні стандарти оцінки 2011. – К.: “Аванпост-Прим”, 2012. – 144с.*
12. *Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України від 07.02.2013 р. № 73.*
13. *Національний стандарт № 2 “Оцінка нерухомого майна”, затверджений Постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440.*

14. Національний стандарт № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів”, затверджений Постановою Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 р. № 1655.
15. Національний стандарт № 4 “Оцінка майнових прав інтелектуальної власності”, затверджений Постановою Кабінету Міністрів України від 03.10.2007 р. № 1185.
16. Податковий кодекс від 02.12.2010 № 2755-VI.
17. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 32 “Інвестиційна нерухомість”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України від 02.07.2007 р. № 779.
18. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 7 “Основні засоби”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України від 24.02.2000 р. № 92.
19. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 8 “Нематеріальні активи”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України від 18.10.1999 р. № 242.
20. Порядок проведення на конкурсних засадах оцінки та відбору інвестиційних проектів, що передбачають залучення коштів державного бюджету, затверджений Постановою КМУ від 25.11.1999 р. № 2145.
21. Правила визначення вартості будівництва ДБН Д.1.1-1-2000 (Державних будівельних норм України), затверджені Наказом Державного комітету будівництва, архітектури та житлової політики України № 174 від 27.08.2000 р.
22. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 р. № 435-IV.

Інтернет-ресурси

Державна служба інтелектуальної власності	http://sips.gov.ua
Всесвітня організація інтелектуальної власності (WIPO)	http://www.wipo.int
Рада з міжнародних стандартів оцінки	http://www.ivsc.org
Рада з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку	http://www.ifrs.org
Асоціація роботодавців в отрасли франчайзинга	http://www.franchising.org.ua
Українська будівельна асоціація	http://u-b-a.com.ua
Міністерство регіонального розвитку, будівництва та житлово-комунального господарства України	http://minregion.gov.ua
Державні будівельні норми України	http://dbn.at.ua

РОЗДІЛ VI

ІННОВАЦІЙНІ ІНВЕСТИЦІЇ

1. Економічний зміст інновацій та інноваційного процесу.
2. Організаційні форми інноваційної діяльності.
3. Державна інноваційна політика.
4. Фінансування інноваційної діяльності.

§ 1. Економічний зміст інновацій та інноваційного процесу

У вітчизняній і зарубіжній економічній літературі трапляються різні трактування таких категорій, як “нововведення”, “новизна” та “інновація”. У деяких випадках ці поняття використовуються як синоніми, проте певні відмінності між ними існують.

“Нововведення” характеризує певну новизну, і в такому розумінні це поняття близьке до поняття “винахід”. “Нововведення” – це освоєння через впровадження нової техніки і технології, поліпшених методів організації та управління. “Інновація” ж це “діяльність, спрямована на розробку, створення і поширення нових видів виробів, технологій, організаційних форм”. Існує й інше визначення: “Інновація це нововведення, комплексний процес створення, розповсюдження і використання нововведень (нового практичного засобу) для задоволення людських потреб, які змінюються під впливом розвитку суспільства”.

Центральною постаттю серед фундаторів інноваційних теорій економічного розвитку є австрійський економіст Й. Шумпетер (1883–1950), який сформулював цілісну інноваційну теорію, що стала основою інноваційних концепцій, розроблених згодом західними економістами. У 1912 р. Й. Шумпетер публікує працю “Теорія економічного розвитку”, у якій розглядає інновацію як економічний

засіб, застосований “героєм-підприємцем” у надії одержати більш високий прибуток. Згодом він розширив цю теорію, чим забезпечив собі особливе місце в розвитку економічної науки. Саме він зміг узагальнити теоретичні дослідження, які виводили економічну динаміку безпосередньо з процесів створення і впровадження у промислове виробництво нових технологій і товарів. Розробка Й. Шумпетером поняття “інновації” зайняла особливе місце у світовій економічній теорії. Теоретичні розробки цього науковця покладені в основу майже усіх існуючих інноваційних концепцій. Інновація як економічна категорія – це не просто поняття, що означає будь-яке нововведення, а нова функція виробництва. Це зміна технології виробництва, яка має історичне значення і є необхідною. Інновація – це стрибок від старої виробничої функції до нової, але не кожне нововведення, нове виробництво є інновацією. Саме Й. Шумпетер здійснив класифікацію нововведень за критерієм новизни, дослідив можливість реалізації нововведень, сформулював ідею “ефективності конкуренції”, що зображує ринковий механізм як ефективну взаємодію монополістичних сил та конкуренції, що ґрунтуються на нововведеннях.

Відповідно до теорії динамічного розвитку капіталізму Й. Шумпетер пояснював коливання економічної кон’юнктури переривчастістю потоку нововведень, що викликається коливаннями капіталовкладень.

При цьому циклічність економічного розвитку він розглядав як закономірність. Висновком аналізу етапів науково-технічного прогресу стало твердження Й. Шумпетера, що саме технологічні нововведення є причиною коливання економічної активності.

Слово “інновація” означає комплексний процес створення, розповсюдження й використання нововведення, яке сприяє розвитку та підвищенню ефективності роботи підприємств, а також задоволенню певних потреб.

Термін “інновація” почав активно використовуватися в перехідній економіці України самостійно і для позначення ряду родинних понять: “інноваційна діяльність”, “інноваційний процес”, “інноваційне рішення”.

У світовій економічній літературі “інновація” інтерпретується як “...перетворення потенційного науково-технічного прогресу в реальний, що втілюється в нових продуктах і технологіях та характеризується більш високим технологічним рівнем, новими споживчими якостями товару у порівнянні з попереднім продуктом”.

Поняття “інновація” застосовується до нововведень у виробничій, організаційній, фінансовій, науково-дослідній, навчальній та інших сферах, до будь-яких удосконалень, що забезпечують економію витрат або створюють умови для такої економії. Основна маса інновацій реалізується підприємницькими структурами як засіб вирішення виробничих, комерційних завдань, як найважливіший чинник забезпечення стабільності їхнього функціонування, економічного зростання, конкурентноздатності.

Отже, інновації орієнтовані на ринок, на конкретного споживача або потребу. Термін “інновація” також вживається для позначення процесу впровадження винаходів у виробництво. У зв’язку з цим Й. Шумпетер розрізняв поняття “винахід”, “дослідження і розробки” та “інновації”.

Винаходи – це ідеї, що є корисними для використання у сфері бізнесу, але не обов’язково дійсно там впроваджуються.

Дослідження і розробки – це науково-технічна діяльність, що здійснюється і у виробництві, і в державних та громадських установах. Інновація – це комерційне впровадження нової продукції або нових засобів виробництва.

Базове визначення інновації дав Й. Шумпетер у своїй книзі “Теорія економічного розвитку”, де цей термін називався “нова комбінація”, що означає іншу якість засобів виробництва, яка досягається не шляхом дрібних поліпшень старого устаткування чи наявної організаційної схеми, а дискретно, поряд з ними, через введення нових засобів виробництва чи систем його організації. Це визначення стало класичним. Інновації — це не просто нововведення, а нова функція виробництва.

Відповідно до міжнародних стандартів інновація визначається як кінцевий результат інноваційної діяльності, що одержав втілення у вигляді нового або удосконаленого продукту, впровадженого на рин-

ку, нового або удосконаленого технологічного процесу, використаного в практичній діяльності, або в новому підході до соціальних послуг. Організація економічного співробітництва і розвитку визначає поняття інновації таким чином: “Нововведення це нове застосування наукових і технічних знань, що призведуть до ринкового успіху”.

Канадське статистичне управління розглядає інновацію як “трансформацію ідеї в новий або поліпшений продукт або робочий процес, що користується попитом на ринку”.

Американські спеціалісти дотримуються подібної точки зору з питання визначення нововведень: “Нововведення – це сутність інноваційної діяльності. Нововведення – це сукупність технічних, виробничих і комерційних заходів, що призводять до появи на ринку нових і поліпшених продуктів і до комерційного використання нових і поліпшених виробничих процесів і устаткування”.

Ф. Хаберланд, німецький спеціаліст, вважає, що “нововведення охоплює науково-технічні, технологічні, економічні й організаційні зміни, що відбуваються в процесі відтворення. Його основними характеристиками такі: якісна новизна виробів, засобів виробництва і технологій порівняно з попередніми, динаміка циклу нововведення, економічна ефективність, соціальні наслідки”.

Б. Твісс визначає інновацію як процес, у якому винахід або ідея набуває економічного змісту. Ф. Ніксон вважає, що інновація – це сукупність технічних, виробничих і комерційних заходів, що призводять до появи на ринку нових і поліпшених промислових процесів і устаткування.

На думку Б. Санто, “інновація” – це такий суспільно-техніко-економічний процес, який через практичне використання ідей та винаходів приводить до створення кращих за своїми властивостями виробів, технологій, і, якщо інновація орієнтована на економічну користь, прибуток, її поява на ринку може принести додатковий прибуток.

М. Портер вважає, що інновації – це можливість здобуття конкурентних переваг. Інновації виявляються в новому дизайні продукту, у новому процесі виробництва, у новому підході до маркетингу, у новій методиці підвищення кваліфікації працівників. К. Фрімен називає інновацію технічною, дизайнерською, виробничою,

управлінською діяльністю, виготовленням нових товарів, першим комерційним використанням нових процесів або обладнання.

К. Найт розглядає нововведення як “впровадження чого-небудь нового стосовно організації або її безпосереднього оточення” і оцінює нововведення “як особливий випадок процесу зміни в організації”.

Е. Менсфілд стверджує: “Коли винахід починає застосовуватися, він стає науково-технічним нововведенням”.

П. Лелон дає більш чітке розмежування цих понять: нововведення це “новий вид продукції, методу, технології”.

За С. Валдайцевим, інновації (нововведення) – це освоєння нової продуктової лінії (тобто сукупності контрактів на збут продукту і постачання покупними ресурсами, а також необхідних матеріальних і нематеріальних активів), заснованої на спеціально розробленій оригінальній технології, що спроможна вивести на ринок продукт, який задовольняє незабезпечені існуючою пропозицією потреби. Нова технологія може також зробити доступною для споживачів більшу кількість відомого їм продукту.

Д. М. Черваньов та Л. І. Нейкова визначають нововведення як процес доведення наукової ідеї чи технічного винаходу до стадії практичного використання, що приносить дохід.

Л. Л. Антоноук, В. С. Савчук, А. М. Поручник у своїй монографії трактують інновацію як нове явище, новаторство або будь-яку зміну, яка вноситься суб’єктом господарювання у власну діяльність із метою підвищення своєї конкурентоспроможності на внутрішньому і на зовнішньому ринках.

Отже, найважливішими характеристиками інновації такі:

- 1) її новизна (науково-технічний аспект);
- 2) інновація має задовольняти ринковий попит, приносити прибуток виробникові, тобто мати комерційний успіх (економічний аспект).

Ці два аспекти тісно пов’язані, причому науково-технічний аспект стає економічним чинником тільки тоді, коли нововведення втілюється в новий продукт, що має попит.

Розглядаючи думки вітчизняних і зарубіжних учених щодо поняття “інновація”, можна чітко виділити три основні підходи до дослідження цієї наукової проблеми. З одного боку, учені вважають,

що інновація – це результат творчого процесу у вигляді нової або вдосконаленої продукції (технології). З іншого боку, прибічники процесного підходу стверджують, що інновація – це процес впровадження, освоєння і використання нових рішень; процес зміни і удосконалення того або іншого продукту в тій або іншій господарській сфері. Ще один підхід, що отримав поширення в інноваційній теорії, – еволюційний. Згідно з цим підходом, інновація розглядається як зміна, оновлення, що відбувається в продукті, технології, системі, методі.

У Законі України “Про інноваційну діяльність” дано таке визначення “інновації – новостворені (застосовані) і (або) вдосконалені конкурентноздатні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і (або) соціальної сфери”.

З поняттям “інновація” тісно пов’язані такі терміни, як “винахід”, “відкриття” і “новація”.

Винаходом вважають нове технічне рішення конкретного завдання, яке дає позитивний ефект, покращує якість продукції чи змінює умови праці, життя тощо.

Відкриття є процесом одержання раніше невідомих даних або спостереження раніше невідомого явища природи, що сприяє накопиченню теоретичних знань.

Новація – кінцевий метод, принцип, новий порядок, винахід, новий продукт, процес, якісно відмінний від попереднього аналога, що є результатом інтелектуальної діяльності, закінчених наукових досліджень і розробок. Цей термін вживається до всіх новацій як у виробничій, так і науковій, навчальній, соціальних сферах, стосовно будь-яких удосконалень, які забезпечують збільшення витрат або створюють умови для зміни способу життя.

Процес введення новацій на ринок традиційно називають процесом комерціалізації. Комерційний аспект визначає інновацію як економічну необхідність, що перетворює її на джерело доходу. Наявність попиту на інновацію свідчить про її конкурентоспроможність, що є результатом інноваційної діяльності.

Інновація як економічна категорія відображає найбільш загальні та суттєві властивості, ознаки, зв'язки та відносини виробництва та реалізації нововведень. Головними ознаками інновації є науково-технічна новизна та виробниче застосування. Сутність інновації як економічної категорії проявляється у її функціях, що відображають її призначення в економічній системі держави та її роль у господарському процесі.

Інновація є реалізованим на ринку результатом, отриманим від вкладення капіталу у новий продукт або операцію (технологію, процес). При реалізації інновації, запропонованої на продаж, відбувається обмін "гроші інновація". Грошові засоби, отримані підприємцем (продуцентом, інвестором-продавцем) у результаті такого обміну, по-перше, покривають витрати на створення та продаж інновацій, по-друге, приносять дохід від реалізації інновацій, по-третє, виступають стимулом до створення нових інновацій, по-четверте, є джерелом фінансування нового інноваційного продукту.

З огляду на це, можна стверджувати, що інновації виконують такі три функції:

- 1) відтворювальну;
- 2) інвестиційну;
- 3) стимулюючу.

Відтворювальна функція означає, що інновація є важливим джерелом фінансування розширеного відтворення.

Грошова виручка, отримана від продажу інновації на ринку, створює підприємницький дохід, що виступає джерелом фінансових ресурсів та одночасно мірою ефективності інноваційного процесу. Підприємницький дохід може спрямовуватись на розширення обсягів виробничо-торгової, інвестиційної, інноваційної та фінансової діяльності.

Отже, отримання доходу від інновації та використання його як джерела фінансових ресурсів є складовою сутності відтворювальної функції інновації.

Дохід, отриманий від реалізації інновації, може використовуватись у різних напрямках, в тому числі і як капітал. Цей капітал може спрямовуватись на фінансування як усіх інвестицій, так і лише нових видів інновацій. Таким чином, використання доходу від інновації для інвестування слугує змістом інвестиційної функції інновації.

Отримання підприємцем доходу за рахунок реалізації інновації прямо сприяє цільовій функції будь-якого комерційного суб'єкта господарювання. Це слугує стимулом для підприємця для впровадження нових інновацій; спонукає його постійно вивчати попит; удосконалювати організацію маркетингової діяльності, застосовувати більш сучасні прийоми управління фінансами (реінжиніринг, бренд-стратегія, бенчмаркінг тощо). Все вище перелічене і є сутністю стимулюючої функції інновації.

Організація роботи щодо створення або освоєння інновацій відображається схемою інноваційного процесу (рис. 6.1).

Під інноваційним процесом розуміють діяльність, що пронизує науково-технічні, виробничі, маркетингові та збутові процеси при виготовленні нової продукції та послуг і спрямована на задоволення конкретних суспільних потреб.

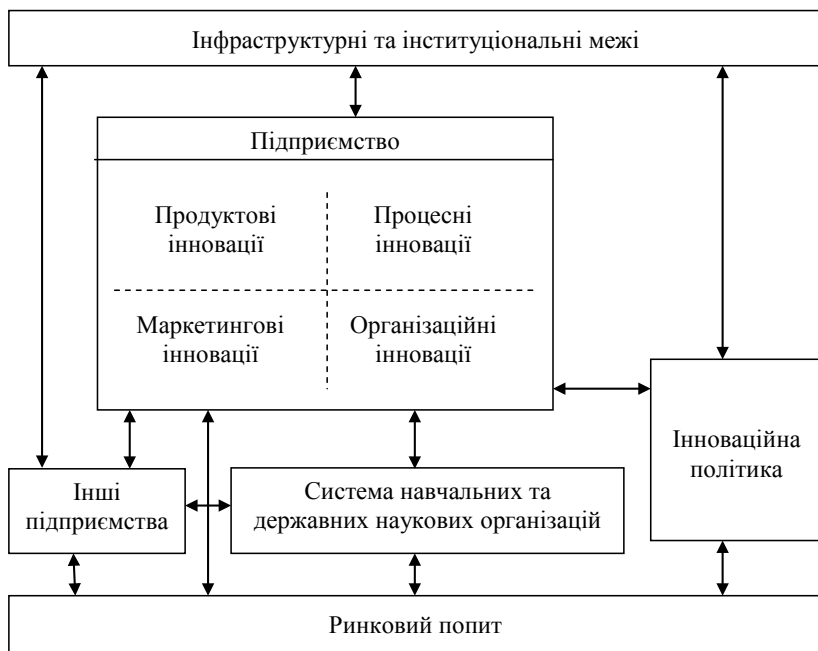


Рис. 6.1. Модель інноваційного процесу

Головною особливістю цього процесу є інноваційна здатність, тобто структурна характеристика організації суспільного та господарського життя в країні або в окремій корпорації щодо швидкого сприйняття виробництва та розповсюдження нової продукції чи послуг.

Будь-який виробничий процес за своїм змістом може бути стабільним (рутинним) або інноваційним.

Сутність інноваційного процесу пізнається у порівнянні зі стабільним виробничим процесом.

Стабільний (рутинний) процес характеризується: стабільністю в часі, задоволенням суспільних потреб, що склалися, переважно вибором оптимального варіанта, безперервністю самого процесу, відносно низьким ризиком.

Інноваційний процес характеризується: прагненням задовольнити нові суспільні потреби; невизначеністю шляхів досягнення мети, високим ризиком, дискретністю процесу тощо.

У табл. 6.1 наведено головні відмінності інноваційного та стабільного процесів виробничої та невиробничої діяльності.

Таблиця 6.1

Головні відмінності інноваційного та стабільного процесів

Показники процесу	Інноваційний процес	Стабільний процес
1. Основна кінцева мета	Забезпечення нової суспільної потреби	Забезпечення суспільної потреби, що склалась
2. Ризик при реалізації поставленої мети	Високий	Низький
3. Тип процесу	Дискретний	Безперервний
4. Керованість процесу як єдиного цілого	Низька	Висока
5. Можливості розвитку системи	Перехід на новий, більш прогресивний рівень розвитку	Збереження рівня розвитку, що склався
6. Взаємодія з системою інтересів учасників процесу, що склалась	Вступає у суперечність	Базується на них
7. Характерні форми організації процесу	Гнучкі, які мають слабку структурування системи	Жорсткі, що базуються на нормативному регламенті

Інноваційний процес виробництва нової продукції та нових технологій з часом, у міру стабілізації виробництва, поступово трансформується у рутинний (стабільний) процес.

Інноваційний процес – це послідовний ланцюжок подій, у ході яких новизна визріває від ідеї до конкретного продукту, технології або послуги та розповсюджується у господарській практиці.

Для організації управління складним інноваційним процесом потрібно здійснити так звану структурування цього процесу, тобто розбити його на окремі складові.

В узагальненому вигляді схема структурування зазвичай формулюється у такому вигляді:

- 1) дослідження;
- 2) розробки;
- 3) виробництво;
- 4) маркетинг;
- 5) продаж.

Структурування інноваційного процесу за стадіями у більш зручному для практичної роботи вигляді має такий вигляд:

1) маркетингові дослідження потреб ринку (з метою пошуку ідей для майбутньої інновації укладається угода на проведення досліджень або дослідження ринку здійснюються самостійно);

2) ініціація інновації (ініціація – це діяльність, суть якої полягає у виборі мети інновації, постановці завдання, що виконується інновацією, пошуку ідеї інновації, її техніко-економічне обґрунтування і матеріалізація ідеї);

3) технічна та економічна експертиза проекту – комплектуються експертні групи оцінки проектів, здійснюється експертиза проектів, обирається проект-переможець);

4) науково-дослідні роботи за тематикою виробу (затверджується технічне завдання на НДР, проведення НДР, затверджується акт про закінчення НДР);

5) дослідно-конструкторська робота (затверджуються завдання на ДКР, проведення ДКР, результатом робіт є наявність комплексу конструкторської документації, відкоригованої за результатами випробувань досліджуваного зразка);

6) маркетинг інновації (після обґрунтування нового продукту здійснюються маркетингові дослідження пропонованої інновації, у ході яких вивчається попит на новий продукт, визначається обсяг випуску продукту, визначаються споживчі властивості, товарні характеристики, які потрібно надати інновації як товару, що виходить на ринок);

7) підготовка виробництва виробу на заводі-виробнику серійної продукції (вживаються заходи щодо підготовки виробництва, закуповується та встановлюється обладнання, здійснюється модернізація та налаштування існуючого, відлагодження технічного процесу тощо);

8) випуск (виробництво) інновації – матеріалізація ідеї, тобто перетворення ідеї у товар (майно, новий продукт, майнове право, документ на операцію тощо);

9) реалізація інновації (відбувається продаж продукту або операції на ринку або ж реалізація операції всередині підприємства, здійснюються заходи щодо стимулювання продаж);

10) просування інновації (комплекс заходів, спрямованих на реалізацію інновацій, тобто реклама, організація торгівлі, індивідуальні консультації);

11) оцінка економічної ефективності інновації (результати реалізації інновації та витрати на її просування статистично обробляються та аналізуються на основі чого розраховується економічна ефективність інновації);

12) дифузія (розповсюдження) інновації (інноваційний процес закінчується дифузією інновації (дифузія інновації – розповсюдження освоєної інновації у нових регіонах, на нових ринках).

13) вирішення економічних, соціальних, управлінських і особистих проблем у сучасному суспільстві передбачає специфічний, новаторський стиль господарювання, в основі якого – орієнтація на нововведення, систематична і цілеспрямована інноваційна діяльність.

В інноваційному процесі підприємства беруть на основі інноваційної діяльності, яка відповідно до вітчизняного законодавства (Закону України “Про інноваційну діяльність”) є сукупністю дій, що спрямовані на використання і комерціалізацію результатів наукових

досліджень та розробок і зумовлюють випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів та послуг

Інноваційна діяльність здійснюється на підставі розробки інноваційних проектів, які є комплектами документів, що визначають процедуру і комплекс усіх необхідних заходів (у тому числі інвестиційних) щодо створення і реалізації інноваційного продукту та інноваційної продукції (табл. 6.2).

Державна підтримка реалізації інноваційного проекту надається за умови його державної реєстрації.

Інноваційна діяльність безпосередньо пов'язана з інвестиціями. Підтвердженням цього є визначення інноваційної діяльності в Господарському кодексі України: "Інноваційною діяльністю у сфері господарювання є діяльність учасників господарських відносин, що здійснюється на основі реалізації інвестицій з метою виконання довгострокових науково-технічних програм з тривалими строками окупності витрат і впровадження нових науково-технічних досягнень у виробництво та інші сфери суспільного життя".

Таблиця 6.2

Характеристика інноваційного продукту та продукції

Інноваційний продукт	Інноваційна продукція
Дослідно-конструкторська розробка нової технології чи продукції з виготовленням експериментального зразка чи дослідної партії.	Нові конкурентоздатні товари чи послуги.
Він є реалізацією (впровадженням) об'єкта інтелектуальної власності, на які виробник продукту має державні охоронні документи чи одержані від власників цих об'єктів інтелектуальної власності ліцензії, або реалізацією (впровадженням) відкриттів.	В Україні ця продукція вироблена (буде вироблена) вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншим аналогічним продуктом, вона є конкурентоздатною і має суттєво вищі техніко-економічні показники.
Розробка продукту підвищує вітчизняний науково-технічний і технологічний рівень.	Інноваційна продукція може бути результатом тиражування чи застосування інноваційного продукту.
В Україні цей продукт вироблено (буде вироблено) вперше, або якщо не вперше, то порівняно з іншим аналогічним продуктом, він є конкурентоздатним і має суттєво вищі техніко-економічні показники.	Інноваційною продукцією може бути визнано інноваційний продукт, якщо він не призначений для тиражування.

Формами інвестування інноваційної діяльності такі:

- державне (комунальне) інвестування, що здійснюється органами державної влади або органами місцевого самоврядування за рахунок бюджетних коштів та інших коштів;
- комерційне інвестування, що здійснюється суб'єктами господарювання за рахунок власних або позичкових коштів з метою розвитку бази підприємництва;
- соціальне інвестування, що здійснюється в об'єкти соціальної сфери та інших невиробничих сфер;
- іноземне інвестування, що здійснюється іноземними юридичними особами або іноземцями, а також іншими державами;
- спільне інвестування, що здійснюється суб'єктами України разом з іноземними юридичними особами чи іноземцями.

Здійснення інвестицій в інновації може відбуватися двома способами:

- інвестиції в творчу діяльність для створення інновацій на власному підприємстві;
- інвестиції на придбання та освоєння інновацій, тобто активізація процесу дифузії (поширення) інновацій.

У процесі діяльності підприємство може здійснювати інвестування в різноманітні види інноваційної діяльності (їх перелік визначено “Керівництвом Фраскати” та “Керівництвом Осло” і відображено на рис. 6.2).

Пошук нових концепцій продуктів, процесів, методів маркетингу або організаційних змін може здійснюватися:

- використовуючи власні маркетингові структури та контакти зі споживачами;
- знаходячи можливості комерціалізації результатів власних або чужих фундаментальних і стратегічних досліджень;
- використовуючи власний потенціал у сфері дизайну та розробок;
- спостерігаючи за конкурентами;
- використовуючи послуги консультантів.

Для перебудов системи управління і практики ведення бізнесу використовується процедура реінжинірингу бізнесу (BPR – Business

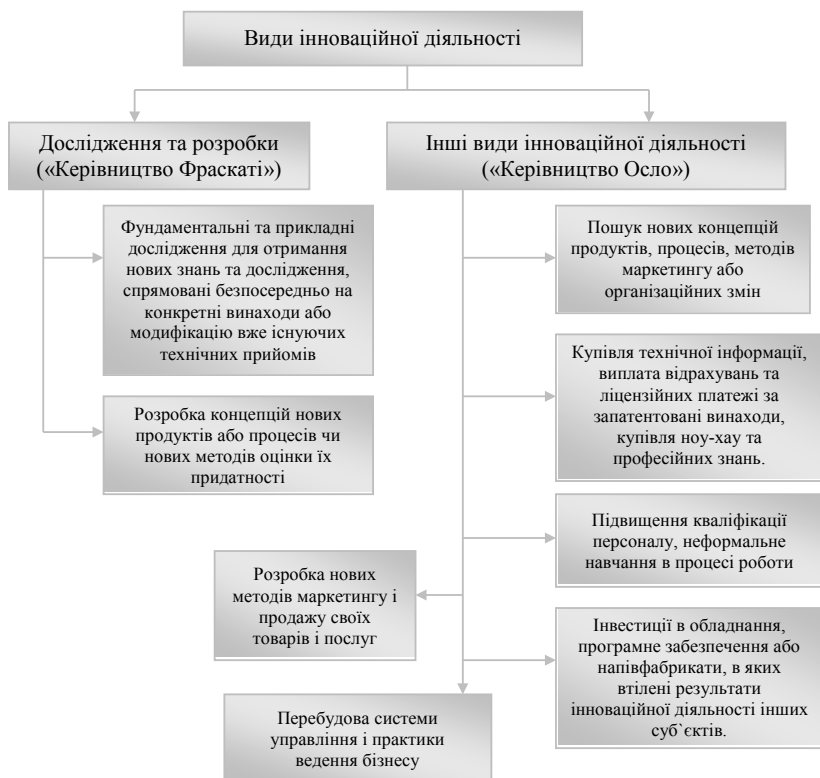


Рис. 6.2. Види інноваційної діяльності в процесі інвестування

process reengineering) запропонували в 1990-ті роки американські дослідники Майкл Хаммер і Джеймс Чампі.

Реінжиніринг (табл. 6.3) – це фундаментальне переосмислення і радикальне перепроєктування бізнес-процесів для досягнення суттєвих покращень в основних показниках (результативності, витратах, якості обслуговування тощо).

Наприклад, реінжиніринг бізнес-процесів у компанії “IBM Credit” привів до зростання продуктивності праці в 100 разів та зменшенню часу процесів в 10 разів.

Під бізнес-процесом розуміється операція, яка включена в систему операцій, ціллю якої є виробництво і постачання послуг / товарів опе-

Таблиця 6.3

Характеристика ключових характеристик реінжинірингу

№ з/п	Елемент	Реінжиніринг
1.	Фундаментальний	Реінжиніринг покликаний визначити, чим компанія дійсно повинна займатися, а надалі – як вона повинна це здійснювати. Реінжиніринг ігнорує існуючий стан, і націлений на те, що повинно бути.
2.	Радикальний	Radix (лат.) – “корінь”. Звернення до основ (“коренів”) явищ. Здійснити реінжиніринг – значить створити бізнес заново, а не внести зміни, вдосконалити, модернізувати.
3.	Суттєвий	Реінжиніринг покликаний забезпечити потужний ріст результативності, здійснити суттєвий прорив.
4.	Бізнес-процеси	Проведення змін при реінжинірингу направлено на бізнес-процеси. Після реінжинірингу робота компанії повинна бути орієнтована на процеси, в моделі управління компанією має застосовуватися процесний підхід, що знаходить своє відображення в організаційній структурі.

раціям, що входять у систему, а також іншим системам. Це визначення показує, що бізнес-процес може бути описаний певною моделлю. При інвестуванні коштів у зміну бізнес-процесів компанії використовується сукупність методів моделювання складних систем на основі засобів комп’ютерної підтримки, до яких належать CASE-системи (Computer Aided Software Engineering). Архітектура більшості CASE-систем базується на парадигмі “методологія – модель – нотація (система умовних позначень, прийнята в конкретній моделі) – засоби (апаратне та програмне забезпечення, яке реалізує вибрану методологію, в тому числі побудову відповідних моделей з прийнятою для них нотацією)”.

Сьогодні найбільш поширеним CASE-інструментом є ARIS Colloborative Suite компанії IDS Schreer AG (Німеччина). Методологія ARIS базується на розробленій проф. А. В. Шеєром теорії “Архітектура інтегрованих інформаційних систем” (ARchitecture of Integrated Information System – ARIS). Вона визначає принципи моделювання практично всіх аспектів діяльності організацій. Методологія ARIS ґрунтується на концепції інтеграції, яка передбачає цілісний погляд на бізнес-процеси, і включає багато різноманітних методологій, інтегрованих у межах єдиного системного підходу. До

найбільш важливих компонентів її архітектури належать типи представлення і рівні опису змодельованого об'єкта. В загальному вигляді архітектура ARIS виділяє в організації такі підсистеми, як:

- організаційна, яка визначає структуру організації, а саме і ієрархію підрозділів, посад і конкретних осіб, різноманіття зв'язків між ними, а також територіальну прив'язку структурних підрозділів;
- функціональна – визначає функції, які виконує організація;
- підсистеми входів / виходів – визначають потоки продуктів, які використовуються та виробляються;
- інформаційна (підсистема даних) – описує отримання, розповсюдження і доступ до інформації;
- підсистема процесів управління – визначає логічну послідовність виконання функцій на основі подій та повідомлень;
- підсистема цілей організації – описує ієрархію цілей, які досягаються під час виконання того чи іншого процесу;
- підсистема засобів виробництва – описує життєвий цикл основних та допоміжних засобів виробництва;
- підсистема людських ресурсів – описує прийом на роботу, навчання та просування персоналу організації;
- підсистема розміщення організаційних структур – описує територіальне розміщення організаційних одиниць.

Усі ці підсистеми організації в реальності та в моделях повинні бути пов'язані між собою.

Розвиток інновацій у світі на сучасному етапі характеризується певними особливостями, які чітко визначив дослідник інноваційних процесів К. К. Прахалад, запропонувавши дві опори, що підтримують інновації в усіх видах бізнесу.

Перша опора. Розвиток суспільства здійснюється в напрямі, за якого цінність визначається досвідом одного споживача, який протягом певного часу бере участь в цьому процесі. К. Прахалад цей феномен визначив $N = I$. Наприклад, Google запропонував споживачам платформу iGoogle, щодо якої окремі споживачі самі вирішують, як вони будуть її використовувати з урахуванням власних конкретних потреб. Близько ста років тому фірми вважали усіх своїх споживачів

чів однаковими. Сьогодні спільний вплив комунікацій, Інтернету та зближення галузей і технологій створило нову динаміку відносин між споживачами та фірмами, яка суттєво впливає на розвиток інновацій. Сьогодні починає реалізовуватися концепція співучасті в створенні цінності фірми та споживача, а також індивідуалізація продукту.

Друга опора. Тенденція доступу до ресурсів, які можна отримати з багатьох джерел (локальних або глобальних), а не тільки від самої фірми та її дочірніх установ. Тобто постачання товарів, послуг та компетенцій є мультиплікаційним. Цю опору *K. Прахалад* позначив $R = G$.

Інновації розглядаються як процес формування споживчих очікувань, а також як постійна реакція на змінні потреби, види поведінки та досвід споживачів.

На основі двох опор *K. Прахалад* запропонував нову концепцію інновацій (рис. 6.3).

На сучасному етапі, здійснюючи інвестиції для створення інноваційних бізнес-процесів, їх необхідно об'єднати з навиками, вміннями, відносинами та орієнтацією менеджерів. Нові імперативи сучасної конкуренції має відображати і соціальна архітектура,

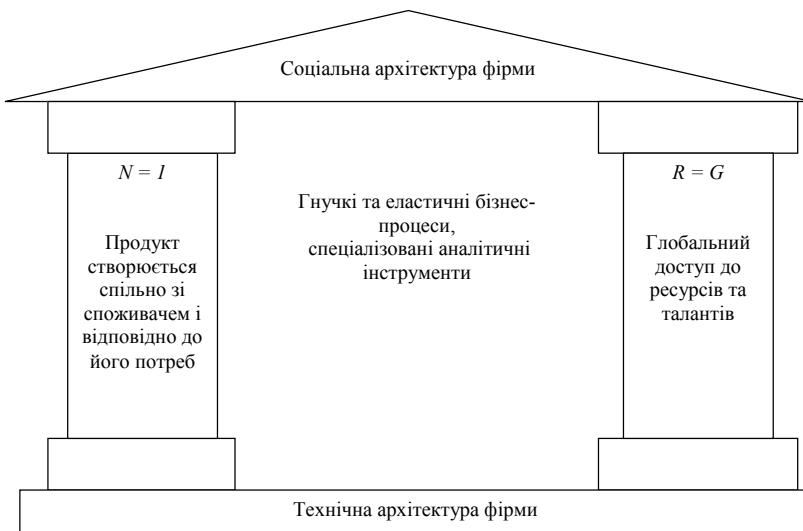


Рис. 6.3. Новий будинок інновацій

тобто організаційна структура, вимір показників роботи, професійна підготовка, навички та вміння персоналу й цінності організації.

Крім того, необхідним елементом розвитку інновацій є формування Національної мережі трансферу технологій.

Трансфер технологій – це передачі технології, що оформляється шляхом укладення двостороннього або багатостороннього договору між фізичними та/або юридичними особами, яким устанавлюються, змінюються або припиняються майнові права і обов'язки щодо технології та/або її складових (Закон України “Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій” від 14.09.2006 № 143-V).

Технологія як об'єкт інвестицій є результатом науково-технічної діяльності, сукупністю систематизованих наукових знань, технічних, організаційних та інших рішень про перелік, строк, порядок та послідовність виконання операцій, процесу виробництва та/або реалізації і зберігання продукції, надання послуг.

Національна мережа трансферу технологій (НМТТ) будується відповідно до методології та моделі Європейської мережі “релей-центрів” (Innovation Relay Centers – IRC network, з 2008 року – EEN), Російської мережі трансферу технологій RTTN та Української мережі трансферу технологій UTTN.

Проект створення мережі спрямований на консолідацію інформаційних ресурсів державних, громадських, приватних інноваційних структур України, підприємств, установ та організацій в єдину мережу трансферу технологій та подальшу інтеграцію НМТТ до європейської мережі EEN.

Основними завданнями Національної мережі трансферу технологій такі:

- трансфер технологій, ноу-хау між науковими секторами та промисловістю;
- пошук партнерів та інвесторів для кооперації при розробці і впровадженні високотехнологічного наукового продукту як в Україні, так і за кордоном;
- організація взаємодії НМТТ з міжнародними мережами трансферу технологій.

§ 2. Організаційні форми інноваційної діяльності

Характерною ознакою економічно розвинутих країн світу є інноваційний розвиток, який базується на процесі пошуку, підготовки та реалізації інновацій. Важливу роль у цьому відіграє інноваційна інфраструктура, завдання якої полягає у забезпеченні руху потоків інформації, знань, технологій, взаємодія між інституційними структурами.

Під організаційною формою інноваційних процесів розуміють комплекс підприємств, окремі підприємства, або їх підрозділів, що характеризуються певною ієрархічною структурою і відповідною специфікою інноваційних процесів, а також механізмом їх управління.

У практиці розвитку науки і техніки та їх поєднанням із виробництвом і реалізацією інновацій використовуються різноманітні організаційні форми інноваційних підприємств, які відрізняються:

- специфікою створюваних інновацій (нова техніка, нові технології, нові матеріали, економіко-організаційні рішення і ін.);
- широтою охоплення інноваційного процесу (фундаментальні дослідження, прикладні дослідження, науково-дослідні роботи, дослідно-конструкторські роботи, проектні роботи, дослідне виробництво, освоєння, реалізація);
- рівнем управління (міжнародне, галузеве, регіональне, об'єднання підприємств, окреме підприємство; підрозділи підприємства);
- територіальним розміщенням підрозділів (у різних географічних економічних регіонах або в одному районі);
- формою ієрархічних зв'язків підрозділів інноваційного підприємства (вертикальні, горизонтальні, змішані);
- формою власності, переважаючої на підприємстві (державна, муніципальна, акціонерна, приватна, змішана).

Класифікація організаційних інноваційного підприємництва є багатогранною. У зарубіжній та вітчизняній практиці виділяють три головних форми організації інноваційної діяльності: адміністративно-господарську, програмно-цільову, ініціативну (рис. 6.4).

Законодавство України у сфері інноваційної діяльності базується на Конституції України і складається із законів України “Про інноваційну діяльність”, “Про інвестиційну діяльність”, “Про науко-



Рис. 6.4. Форми організації інноваційної діяльності

ву і науково-технічну діяльність”, “Про наукову і науково-технічну експертизу”, “Про спеціальний режим інвестиційної та інноваційної діяльності технологічних парків”, “Про спеціальну економічну зону Яворів”, “Про наукові парки” та інших законодавчих актів, що регулюють суспільні відносини у цій сфері.

Проаналізувавши зазначені законодавчі акти, а також інші нормативно-правові акти, які пов’язані з реалізацією в Україні інноваційної діяльності, можна стверджувати, що поняття форм реалізації інноваційної діяльності в зазначених документах безпосередньо не розглядається. Найближчим до вказаного є поняття видів інноваційної діяльності, про які згадується в назві ст. 327 ГКУ (Господарський кодекс України). Проте в самій статті не подається детального переліку видів інноваційної діяльності, а лише зазначаються можливі напрями її здійснення. Окрім цього, аналіз літературних джерел, в яких розглядаються питання інноваційної діяльності, показав, що в науковій літературі немає чітко окресленого поняття форм реалізації інноваційної діяльності.

Отже, під формою реалізації в Україні інноваційної діяльності слід розуміти однорідний процес господарювання суб’єкта інноваційної діяльності щодо реалізації власної компетенції в інноваційній сфері, яка здійснюється у певних організаційних межах, встановлених чинним законодавством.

З метою окреслення основних форм реалізації в Україні інноваційної діяльності проаналізовано законодавчі та нормативно-правові акти в інноваційній сфері. Інноваційною відповідно до закону України “Про інноваційну діяльність” є діяльність, що спрямована

на використання і комерціалізацію результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів і послуг. З цього визначення досить важко чітко окреслити основні результати реалізації інноваційної діяльності, а також основні форми її реалізації в Україні.

Під час аналізу спеціального інноваційного законодавства встановлено, що основними результатами інноваційної діяльності є інноваційний продукт та інноваційна продукція. Відповідно до закону України “Про інноваційну діяльність” інноваційних продукт та інноваційна продукція виробляються лише внаслідок реалізації інноваційного проекту. На це вказують норми закону, а саме: п. 1 ст. 14 цього закону вказує на те, що інноваційний продукт є результатом виконання інноваційного проекту, а відповідно до п. 1 ст. 15 цього самого закону інноваційною можна визнати лише продукцію, яка є результатом виконання інноваційного проекту. Окрім цього, у ст. 1 та ст. 12 цього закону сформоване означення інноваційного проекту, який є комплектом документів, що визначає процедуру і комплекс усіх необхідних заходів (зокрема інвестиційних) щодо створення і реалізації інноваційного продукту і (або) інноваційної продукції, які з логіки цього визначення є результатом реалізації інноваційного проекту. Отже, відповідно до спеціального інноваційного законодавства, розроблення, виробництво і реалізація інноваційного продукту та інноваційної продукції здійснюється лише у межах реалізації інноваційного проекту.

Згідно із ст. 16 ЗУ “Про інноваційну діяльність”, в якій інноваційним підприємством, тобто тим, що веде інноваційну діяльність, називається підприємство (об’єднання підприємств), що розробляє, виробляє і реалізує інноваційні продукти і (або) інноваційну продукцію чи послуги, обсяг яких у грошовому вираженні перевищує 70% його загального обсягу продукції і (або) послуг.

Фактично з цього визначення видно, що інноваційне підприємство – це підприємство, яке розробляє, виробляє і реалізує в Україні інноваційний продукт та/або інноваційну продукцію, які як ми вже вище зазначали, можуть бути створені лише в результаті реалізації інноваційного проекту. Отже, на підставі норм чинного законодавства в інноваційній сфері, під інноваційним підприємством, на нашу думку,

слід розуміти підприємство (об'єднання підприємств), яке реалізує в Україні інноваційні проекти та відповідає вимогам ст. 16.

З метою визначення основних законодавчо встановлених форм реалізації інноваційної діяльності розглянемо ст. 5, в якій під суб'єктами інноваційної діяльності розуміють фізичних і (або) юридичних осіб як України, так і іноземних держав, осіб без громадянства, об'єднань цих осіб, які займаються в Україні інноваційною діяльністю і (або) залучають майнові та інтелектуальні цінності, вкладають власні чи запозичені кошти в реалізацію в Україні інноваційних проектів. З цього визначення, на нашу думку, очевидно, що суб'єктами інноваційної діяльності є ті суб'єкти, які щонайменше залучають цінності та фінансові ресурси в реалізацію в Україні інноваційних проектів.

Принципова відмінність звичайних підприємств від підприємств, які побудовані на підставі інноваційної моделі функціонування, полягає в тому, що для перших інноваційні процеси є лише окремим випадком традиційних процесів, а для останніх, в яких наука є самостійною стадією виробництва, традиційні процеси стають окремим випадком інноваційних.

Найважливіший критерій при виборі варіанта організаційної структури – це мінімальна кількість ієрархічних рівнів, тобто організаційна структура має бути якомога плоскішою, що знижує витрати на управління, а прийняття рішення наближається до рівня, на якому виконується. Для успішної діяльності підрозділів НДДКР необхідна проста та доволі гнучка організаційна структура, яка здатна реагувати на зміни навколишнього середовища.

Необхідно зазначити, що за допомогою таких структур у світі вирішуються наступні актуальні завдання:

- вдосконалення галузевої структури виробництва і прискорення соціально-економічного розвитку територій з постійним зростанням інноваційної структури або її окремих виробництв з господарчою структурою оточуючого регіону;
- активне застосування у виробництві вітчизняних та зарубіжних науково-технічних розробок і винаходів з подальшим використанням в економіці власної країни та на зовнішньому ринку;

- розвиток експортної бази і збільшення валютних надходжень в результаті більш інтенсивної інтеграції економіки однієї країни в систему міжнародної торгівлі;
- наповнення внутрішнього ринку конкурентноздатними товарами та послугами виробничого і споживчого призначення;
- дослідження нових форм господарювання з пристосуванням до сучасних умов світового ринку;
- практичне навчання місцевих фахівців підходам та методам міжнародного бізнесу.

Для того, щоб обрати найбільш раціональну та ефективну форму організації інноваційної діяльності, необхідно розуміти, що представляє собою те чи інше підприємство інноваційного типу.

В Україні можуть функціонувати такі види підприємств інноваційного характеру:

- інноваційний центр або бізнес-інкубатор;
- технопарк;
- технополіс;
- науковий парк;
- індустриальний парк.

Ці організаційні утворення є головними реципієнтами інвестицій щодо створення, комерціалізації та дифузії інновацій.

За складовою “Інновації” у рейтингу глобальної конкурентоспроможності 2012–2013 рр. Україна займає 71-е місце. Найбільший вплив на підвищення даної позиції в рейтингу, порівняно з попереднім звітним періодом, мали зміни таких показників: якості науково-дослідних інститутів (збільшення на 8 позицій); державні закупівлі новітніх технологій і продукції (збільшення на 15 позицій); наявність вчених та інженерів (збільшення на 26 позицій); кількість патентів, отриманих на 1 млн. осіб населення (збільшення на 20 позицій).

За складовою “Інноваційна спроможність” Україні у рейтингу 2012–2013 рр. втратила 16 позицій, це пов’язано з тим, що підприємства використовують насамперед іноземні технології (шляхом тримання ліцензій), аніж результати вітчизняних розробок та досліджень.

За даними Державної служби з питань регуляторної політики та розвитку підприємництва за станом на 1 січня 2013 р. в регіонах

України діяло 531 бізнес-центр, 76 бізнес-інкубаторів, 46 технопарків, 535 лізингових центрів, 3031 інвестиційних та інноваційних фондів і компаній, 242 фонди підтримки підприємництва (з яких 27 створені за участю Українського фонду підтримки підприємництва).

Інноваційний центр (англ. innovation center) – типова назва бізнес-інкубатора, часто використовується в сполученні з терміном “технологічний центр”. Використання цього терміна вказує на орієнтацію на нові, інноваційні, але не обов’язково технологічні компанії (наприклад, центр зв’язків із громадськістю/реклами). У Німеччині термін “інноваційний центр” використовується як загальне визначення бізнес-інкубаторів, наукових чи технологічних парків і т.д.

Згідно з визначенням Американської національної асоціації бізнес-інкубаторів (National Business Incubation Association, NBIA): “Бізнес-інкубація – це динамічний процес розвитку підприємства. Інкубатори вирощують молоді фірми, допомагаючи їм вижити та розширюватись під час початкового періоду, коли вони є найбільш вразливими. Інкубатори надають практичну допомогу в менеджменті, доступі до фінансування та до найважливіших послуг бізнес- чи технічної підтримки. Більшість також пропонують підприємницьким фірмам спільні офісні послуги, доступ до обладнання, гнучкі умови оренди та приміщення, площу яку можна збільшувати, – все під одним дахом. Головна мета програми бізнес-інкубації – готувати успішних випускників – компанії, які є фінансово самодостатніми та твердо стоять на ногах після випуску з інкубатора, що звичайно трапляється через два чи три роки. Клієнти інкубаторів знаходяться в авангарді розвитку нових та інноваційних технологій – створенні продуктів та послуг, що покращують якість нашого життя – у малому масштабі сьогодні та у значно більшому завтра” (NBIA, 2004).

За визначенням Європейської Комісії: “Бізнес-інкубатор місце, де тільки що створені фірми зосереджені на обмеженому просторі. Його метою є збільшення ймовірності зростання і виживання цих фірм шляхом надання їм будинку зі стандартним устаткуванням (телефакс, комп’ютерне устаткування і т. д.), адміністративної підтримки і набору послуг. Головний акцент робиться на місцевий розвиток і створення робочих місць. Технологічна орієнтація звичайно несуттєва”.

В Україні в нормативно-правових документах не визначено сутність понять “інноваційний центр” та “бізнес-інкубатор”. Зокрема, 28.11.2012 р. скасовано Постанови КМУ від 21.05.2009 р. “Про порядок реєстрації організацій, діяльність яких спрямована на задоволення потреб суб’єктів малого та середнього підприємництва”, якої визначалась сутність та порядок реєстрації бізнес-інкубаторів.

Перші бізнес-інкубатори з’явилися ще в 50 роки у Великобританії. У США перший бізнес-інкубатор було створено у 1959 р. (“Батавія” у штаті Нью-Йорк). У міжнародній практиці визначають три “покоління” бізнес-інкубаторів.

1. У 1970-х та на початку 1980-х, інкубатори переважно забезпечували обраним фірмам дешеві приміщення та колективні послуги.

2. У 1990-х інкубатори почали отримувати прибуток від додаткових послуг, таких як консультування, тренінги і мережеві/інфраструктурні послуги, та доступу до професійної підтримки і достартового капіталу.

3. З 1998 р., паралельно з’явилась нова модель інкубації, спрямована на мобілізацію інформаційних та комунікаційних технологій, концентрацію лише на високотехнологічних підприємствах та все більше на нематеріальних активах та послугах.

За даними NBIA за станом на жовтень 2012 р. у США створено більше 1250 бізнес-інкубаторів (у 1980 р. – 12), а у світі функціонує більше 7000. Співвідношення успішних компаній і компаній-банкротів складає у звичайних умовах 20:80, а в інкубаторах навпаки – 80:20.

В 1998 р. створено Українську асоціацію бізнес-інкубаторів та інноваційних центрів (в 2010 р. – члени: 58 юридичних та 110 фізичних осіб, в тому числі 7 іноземних членів) – www.novekolo.info.

Суттєве значення для розвитку бізнес-інкубаторів мала Програма розвитку бізнес-інкубаторів в Україні (ПРБІ), яка здійснювалася в 1997–2001 рр. за фінансової підтримки Агентства з міжнародного розвитку США (USAID). У рамках програми були створені бізнес-інкубатори в Києві та Харкові: дочірнє підприємство МІМ-Київ “Центр розвитку інновацій” (ЦРІ) та Центр розвитку малого бізнесу “Харківські технології” (ЦХТ) в Інституті монокристалів НАН України (м. Харків).

Процес бізнес-інкубації (у практиці ЄС) включає такі етапи (рис. 6.5):

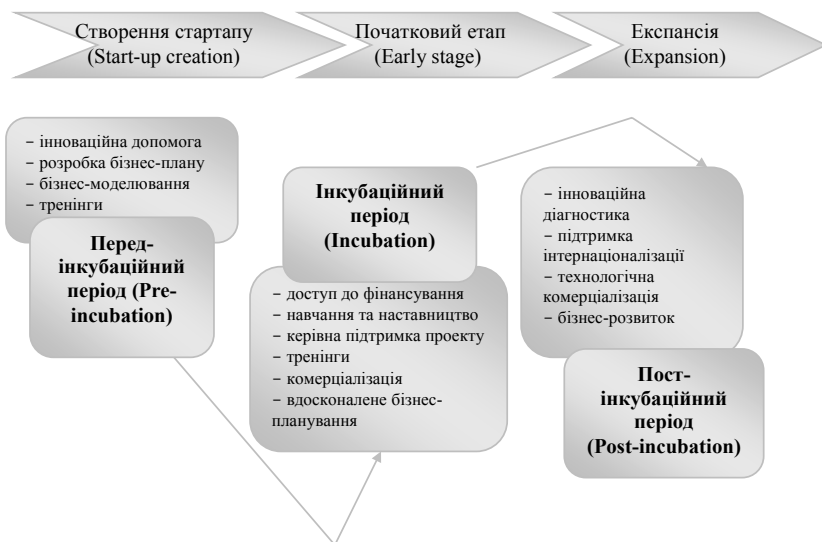


Рис. 6.5. Процес бізнес-інкубації

1. Передінкубаційний (pre-incubation) період пов'язаний з діяльністю щодо підтримки потенційного підприємця в розвитку його бізнес-ідеї, бізнес-моделі, бізнес-плану, в досягненні ефективного стартап-утворення. Як правило, він передбачає першу допомогу щодо ідей, проведення тренінгів та надання прямої індивідуальної допомоги клієнту в написанні бізнес-плану. Інкубатори, які афілійовані з університетами, є преінкубаторами.

2. Інкубаційний (incubation) період стосується руху підприємця від стартапу до стадії зростання, тобто експансії. Типово це є середнім етапом інкубації, який закінчується в перші три роки діяльності нових компаній. У цей період можна сказати чи новий ризикований проект є успішним і це є великим шансом для розвитку до повноцінної фірми. Як правило, на цьому етапі активуються заходи щодо доступу до фінансування проекту, надання послуг індивідуальних тренерів (коучів) та наставників (менторів), а також виконання ролі керівного центру (hosting) та проведення спеціальних тренінгів.

3. Постінкубаційний (post-incubation) період передбачає здійснення заходів з виходу фірми з інкубації, коли настає фаза можливос-

ті розвитку компанії самостійно. На цьому етапі надається допомога щодо комерціалізації інновацій, інтернаціоналізації розвитку тощо.

Як показує аналіз процесу інкубації, основним завданням бізнес-інкубаторів є підтримка розвитку стартап-компаній (англ. startup) – щойно створених компаній, що будують свій бізнес на основі інновацій (рис. 6.6).

Найбільш відомими прикладами стартапів є Google, Apple, PayPal.

В Україні також створюється інфраструктура для розвитку стартапів, зокрема функціонують бізнес-інкубатори стартапів East-Labs (створений компанією East One), Happy Farm, KM Core (створена як еволюція компанії “Квазар-Мікро”), “Львівський Стартап Клуб” (Lviv Start-up Club), StartupLine (блог про стартапи у високотехнологічному бізнесі). Так, в 2012 р. з допомогою інкубатора EastLabs було реалізовано проекти з розвитку таких стартапів як findGuru (сервіс пошуку спортивних секцій, курсів іноземних мов та інших способів самореалізації на основі моделі Collaborative Consumption, коли кожен може поділитися наявними у нього ресур-

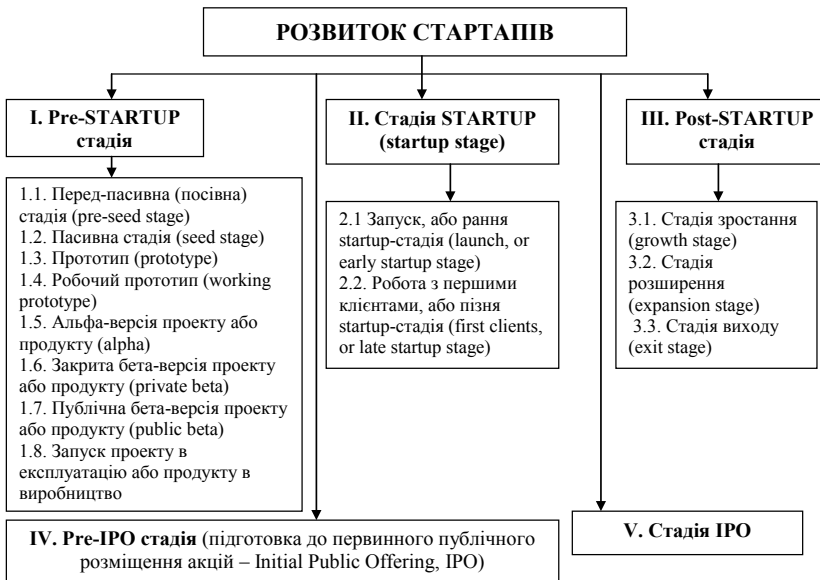


Рис. 6.6. Етапи розвитку стартапів

сами, не створюючи нових), gunfaces (проект, що орієнтований на ринок США щодо відеосервісу, за допомогою якого можна знаходити співрозмовників за загальними інтересами), ActiveGift (проект сервісу, який допомагає обирати правильні подарунки, використовуючи опитування через Facebook тощо).

Технопарк – це вищий рівень технологій, спрямованість насамперед на розвиток нових технологій, у той час як бізнес-інкубатор спрямований на створення підприємств малого та середнього бізнесу з метою комерційної реалізації ідей.

В Україні діяльність технопарків регулюється Законом України “Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків” від 16.07.1999 р. № 991-XIV.

Технологічний парк (технопарк) – юридична особа або група юридичних осіб, що діють відповідно до договору про спільну діяльність без створення юридичної особи та без об’єднання вкладів з метою створення організаційних засад виконання проектів технологічних парків з виробничого впровадження наукоємних розробок, високих технологій та забезпечення промислового випуску конкурентоспроможної на світовому ринку продукції

Спеціальний режим інноваційної діяльності запроваджується для технологічного парку строком на 15 років і діє при виконанні проектів технологічного парку. Свідоцтво про державну реєстрацію проекту технологічного парку видається для реалізації проекту не більш як на 5 років.

Державне сприяння інноваційній діяльності технологічних парків здійснюється шляхом державної фінансової підтримки та цільового субсидіювання проектів технологічних парків.

Державна реєстрація технологічного парку здійснюється Державним агентством з питань науки, інновацій та інформатизації України (Держінформнауки) (табл. 6.4).

Перший технопарк “Силіконова долина” у США створено ще у 50-х роках для комерціалізації розробок Стенфордського університету (Каліфорнія) з метою розвитку мікроелектроніки у взаємодії з підприємством-лідером у цій галузі “Hewlett Packard”. Засновником технопарку вважають професора Стенфордського університету

Таблиця 6.4

Перелік чинних проектів, що реалізуються за пріоритетними напрямками діяльності технологічних парків, що включені до державного реєстру

№ проекту	Назва проекту технопарку	Виконавець
1	2	3
Технологічний парк “Вуглемаш”		
1.	Створення сучасного промислового комплексу з виробництва мінераловатних виробів на основі новітніх технологій та обладнання	ТОВ “ДАНКО-ІЗОЛ”
Технологічний парк “Інтелектуальні інформаційні технології”		
2.	Розробка і впровадження нової комплексної автоматизованої технології та інформаційно-технічного забезпечення з переробки вторинних сировинних ресурсів, їх повної екологічно чистої утилізації з отриманням корисних продуктів і теплової енергії на основі нового способу високошвидкісного піролізу	ТОВ “ЕКОКО-МІНВЕСТ”
Технологічний парк “Напівпровідникові технології і матеріали, оптоелектроніка та сенсорна техніка”		
3.	Розроблення технології виготовлення, організація промислового випуску високоефективних енергозберігаючих компактних люмінесцентних ламп	ТОВ “Газотрон-Люкс”
4.	Розробка та створення промислової технології виробництва оптоелектронних приладів на основі з’єднань АЗВ5”	ЗАТ “Науково-виробничий концерн “Наука”, м. Київ
5.	Організація в Україні гнучкого автоматизованого виробництва електронних виробів (телевізорів з новим типом кінескопів, МП-3-плеєрів, офісних терміналів)	ЗАТ “Інтелектуальні технології - ІТ”
Технологічний парк		
6.	Розробка і впровадження у виробництво нової техніки та технологій спеціалізованих рослинних жирів з новими функціональними властивостями	ТОВ
7.	Створення новітнього устаткування та розробка технології маловитратного виробництва титану, інших спеціальних металів і сплавів на основі вакуумної електронно-променевої плавки	ТОВ <Міжнародна компанія “АНТАРЕС”
8.	Розроблення і введення цифрової комутаційної системи технологічного та спеціального зв’язку (Ф-1500)	ЗАТ
9.	Розробка і впровадження у виробництво технології зі збагачення залізозмісних відходів гірничо-металургійних підприємств з одержанням концентрату	ТОВ “Науково-виробниче підприємство “Гонга-Технологія”
10.	Створення та освоєння серійного виробництва газопаротурбінних установок “ВОДОЛІЙ” потужністю 4 - 25 МВт для виробництва механічної, електричної та теплової енергії	ДП “НВК газотурбобудування “Зоря”-“Машпроект”

Таблиця 6.4

Технологічний парк “Інститут монокристалів”		
1	2	3
11.	Розробка технології, організація виробництва та випуск багатошарових ресурсозберігаючих широкоформатних коекструзійних плівок та термостабілізованих пакувальних матеріалів	ВАТ “Укрпластик”
12.	Розробка енергозберігаючих високоефективних мікрохвильових технологій та обладнання для концентрування і зневоднення рідин та знезараження речовин, матеріалів, виробів і організація дослідно-промислового виробництва	ЗАТ “Технологічний парк “Інститут монокристалів”
13.	Розробка та впровадження у виробництво нових імпортозаміщуючих готових лікарських засобів	ВАТ “Фармак”
Технологічний парк “Інститут електрозварювання ім. Є.О.Патона”		
14.	Розробка синергетичних агломерованих флюсів, технології їх виготовлення та організація промислового виробництва	ВАТ “Запоріжсклофлюс”
Технологічний парк “Інститут технічної теплофізики”		
15.	Ліквідація загазованості та запобігання загостренню екологічної ситуації в м. Бориславі шляхом запровадження дослідно-промислових установок утилізації газів, що викидаються в атмосферу, з використанням природоохоронних та ресурсозберігаючих технологій	ТОВ Наукowo-виробнича компанія “Східно Європейський Енергетичний Союз”
Технологічний парк “Яворів”		
16.	Методи і геоінформаційні технології дистанційного моніторингу природних ресурсів України	Національний університет “Львівська політехніка”, ПП “Земсервіс”
Технологічний парк “Текстиль”		
17.	Розробка та впровадження новітніх технологій виробництва та обробки технічних тканин з наданням покращених фізико-механічних властивостей для подальшого виготовлення якісних гумовотехнічних виробів	ТОВ “Корпорація “Туматекс”

Фредеріка Термана. Протягом 80-90-х років ХХ ст. 130 тис. працівників технопарку створили понад 200 тис. зразків нової продукції. Венчурні вкладення тут зросли з \$2 млрд. у 1991 р. до \$68,8 млрд. у 2001-му. “Силіконова долина”, що є фактично науково-промисловою агломерацією, нині найбільший у світі технопарк: тут у науково-виробничій сфері зайнято понад 2,5 млн. працівників. Для порівняння: у Європі наймасштабніший євротехнопарк “Софія-Ан-

типоліс”, розташований на півдні Франції, зосередив приблизно у 1200 компаніях лише 24 тис. науковців та інженерів.

Створений у 1959 р. у Північній Кароліні технопарк “Дослідницький трикутник” (“Research Triangle Park”), розташований на площі 2800 га, об’єднує понад 130 компаній і забезпечує 37 тис. робочих місць.

Середній американський технопарк має близько 55 га землі, будинок площею до 20 тис. м², 12 компаній-орендарів із 300 службовцями, бюджет майже \$ 1,5 млн.

Однією з особливостей американських технопарків є їхній тісний зв’язок з університетами і державними дослідницькими центрами. При цьому використовуються декілька моделей взаємовідносин, коли університети створюють технопарк як свій внутрішній структурний підрозділ, як самостійну структуру, як спільне підприємство разом із державною (урядовою) структурою, підписують контракти з виконавцями інноваційних проектів.

У Європі технопарки з’явилися на початку 70-х років. Першими з них були дослідницький парк Університету Херіот-Уатт в Единбурзі, науковий парк Триніті-коледжу в Кембриджі (Велика Британія), Левен-ла-Нев у Бельгії, “Софія-Антиполіс” у Ніцці і ЗІРСТ у Греноблі (Франція).

Як правило, кожен технопарк включає в себе бізнес-інкубатор, тобто будівлю або кілька будівель, де протягом обмеженого строку (від 2 до 5 років) орендують приміщення новостворені малі підприємства. За цей час фірма має пристосуватися до ринкових умов і покинути інкубатор, перейшовши в більш просторі приміщення технопарку, або за його межами.

Технопарки, на відміну від бізнес-інкубаторів, пропонують в оренду площі на необмежений строк і спрямовані передусім на впровадження нових технологій. Подальший розвиток технопарку приводить до виникнення технополісу.

“Технополіс” є ширшим поняттям, ніж “технопарк”. Так, технополіси – це територія, що має особливий статус і пільговий режим. Вони мають розвинуту наукову, виробничу і соціальну інфраструктуру і сферу обслуговування, що охоплює територію окремого

міста, в економіці якого головну роль відіграють дослідницькі і технологічні центри та виробництва. У їх складі можуть функціонувати бізнес-інкубатори, технопарки, наукові парки тощо.

В Японії за підтримки уряду з 1984 р. активно реалізується довгострокова програма “Технополіс” зі створення в малих містах країни 26 зон новітніх технологій, метою діяльності яких є вихід економіки на черговий щабель технологічного піднесення, а також стимулювання соціально-економічного розвитку периферійних префектур. Серед цих структур домінує технополіс Цукуба, який створено на початку 70-х років на базі добре спланованої акції одночасного “трансплантування” найкращих наукових центрів країни до єдиного субрегіону. Він включає в себе 3 технопарки, близько 50 державних НДІ, на які припадає майже половина Національного бюджету на НДР. Подібною є структура технополіса й у Кіото.

Для створення технополісів корисним може бути досвід Росії з організації інноваційної діяльності наукоградів (з 1999 р.) центрів колишнього військово-промислового комплексу СРСР, що є муніципальними утвореннями з містоутворюючими науково-виробничими комплексами (по суті – аналогами технополісів). Головними їх завданнями наразі є розвиток інновацій, переозброєння промисловості, підвищення добробуту населення (Жуковський, Бійск). Найбільш відомим технополісом в Росії є Сколково.

Відповідно до вітчизняного законодавства технополіс є типом спеціальних економічних зон, тобто частиною території України, на якій встановлено спеціальний правовий режим господарської діяльності, особливий порядок застосування та дії законодавства України.

З 2010 р. в Україні мають право функціонувати наукові парки (Закон України “Про наукові парки” від 25.06.2009 р. № 1562-VI)

Науковий парк – юридична особа, що створюється з ініціати-ви вищого навчального закладу та/або наукової установи шляхом об’єднання внесків засновників для організації, координації, контролю процесу розроблення і виконання проектів наукового парку.

Проект наукового парку – пакет документів, що визначає процедуру і комплекс необхідних заходів щодо розроблення, створення та реалізації інноваційного продукту чи інноваційної продукції і

містить дані про матеріально-технічні, фінансові, кадрові ресурси, необхідні для виконання проекту.

Основними функціями наукового парку такі:

- створення нових видів інноваційного продукту, здійснення заходів щодо їх комерціалізації, організація та забезпечення виробництва наукоємної, конкурентоспроможної на внутрішніх і зовнішніх ринках інноваційної продукції;
- інформаційно-методичне, правове та консалтингове забезпечення засновників і партнерів наукового парку, надання патентно-ліцензійної допомоги;
- сприяння розвитку та підтримка малого інноваційного підприємства;
- залучення і використання у своїй діяльності ризикового (венчурного) капіталу, підтримка наукоємного виробництва тощо.

Строк реалізації проекту наукового парку не може перевищувати 7 років з дня його державної реєстрації.

Розроблення і реалізація проектів наукового парку здійснюються за рахунок коштів наукового парку і його партнерів (не потребують державної реєстрації) та/або за рахунок коштів державного і місцевих бюджетів (потребують державної реєстрації).

У 2012 р. в Україні передбачено створення індустріальних парків (Закон України “Про індустріальні парки” від 21.06.2012 р. № 5018-VI).

Індустріальний (промисловий) парк – визначена ініціатором створення індустріального парку відповідно до містобудівної документації облаштована відповідною інфраструктурою територія, у межах якої учасники індустріального парку можуть здійснювати господарську діяльність у сфері промислового виробництва, а також науково-дослідну діяльність, діяльність у сфері інформації і телекомунікацій.

Ініціатором створення індустріального парку може бути орган державної влади або місцевого самоврядування (при створенні парку на землі державної або комунальної власності), а також юридична або фізична особа власник чи орендар земельної ділянки, яка може бути використана та пропонується ним для створення індустріального парку.

Роботу індустріального парку організовує керуюча компанія, яка підписує з ініціаторами договір про створення та функціонування індустріального парку.

Площа земельної ділянки або сукупна площа суміжних земельних ділянок індустріального парку має становити не менше 15 га та не більше 700 га. Термін функціонування парку не повинен бути менше 30 років.

Важливим видом організації інноваційної діяльності в територіальному аспекті є впровадження інноваційних кластерів.

На сьогодні майже всі країни Європейського Союзу реалізують національні чи регіональні програми кластеризації відповідно до рішення Лісабонського саміту Європейського Союзу, який відбувся в 2000 р. Про важливість розвитку кластерів для європейської економіки свідчить той факт, що в липні 2006 р. схвалено “Маніфест кластеризації в країнах Європейського Союзу”, а 21 січня 2008 р. у м. Стокгольм у рамках Європейської президентської конференції з інновацій та кластерів було прийнято “Європейський кластерний Меморандум”.

Інноваційний кластер – галузево-територіальна цілісна система підприємств і організацій з виробництва готового інноваційного продукту, що охоплює весь інноваційний ланцюжок від розвитку фундаментальної наукової ідеї до виробництва та дистрибуції готової продукції.

Стимулювання процесу формування інноваційних кластерів є необхідною складовою регіональної економічної політики.

Так, кластери інноваційної діяльності забезпечують:

- створення особливої форми сукупного інноваційного продукту, що концентрує різноманітні наукові і технологічні винаходи;
- прискорення поширення нових продуктів через мережу ділових взаємозв’язків, оскільки продукт створюється зусиллями декількох фірм або дослідницьких інститутів;
- використання переваги внутріфірмової координації та ринкового механізму для швидшого і ефективного освоєння нових знань;
- зниження сукупних витрат на дослідження й розробку нововведень із наступною їхньою комерціалізацією за раху-

нок високої ефективності виробничо-технологічної структури кластера;

- формування чіткої системи поширення нових знань, технологій і інновацій, а не спонтанна концентрація різноманітних технологічних винаходів;
- прискорення трансформації винаходів в інновації, а інновацій – у конкурентні переваги.

Відомий фахівець у сфері дослідження конкуренції М. Портер відзначає три додаткових можливості кластерів для підвищення конкурентноздатності:

- підвищення продуктивності праці компанії, що працює у кластері;
- керування напрямом та прискоренням інновацій у сфері кластера;
- стимулювання утворення нового бізнесу у середині кластера.

У 2009 р. прийнято постанову Національної Академії наук України “Про формування та функціонування інноваційних кластерів в Україні”. Згідно з цим документом інноваційні кластери як тип інноваційної структури можуть бути двох видів:

1) вид А – це юридична особа будь-якої організаційно-правової форми, що створена відповідно до законодавства;

2) вид Б – група юридичних осіб, яка діє на основі договору про спільну діяльність без створення юридичної особи та без об’єднання вкладів її учасників, з визначеними галуззю діяльності та типом функціонування, орієнтованими на створення та впровадження наукоємної конкурентоспроможної продукції.

Передбачається формування та функціонування інноваційних кластерів в Україні на двох рівнях:

- верхній рівень – національні інноваційні кластери (вид Б);
- нижній рівень – виробничі інноваційні кластери.

Національний інноваційний кластер може забезпечувати реалізацію стратегічного пріоритетного напрямку інноваційної діяльності загалом і певної його частини.

Виробничий інноваційний кластер є типом інноваційної структури будь-якого виду, що формується з метою виконання розробле-

ної національним інноваційним кластером та затвердженої в установленому порядку Кабінетом Міністрів України стратегії реалізації відповідного стратегічного пріоритетного напрямку інноваційної діяльності або його частини.

Незаперечним лідером кластеризації в Україні є Хмельницька область, на території якої функціонують швейний, будівельний, харчовий, туристичний, продовольчий кластери і кластер зеленого туризму. Слід зазначити, що вони створені за сприяння, у тому числі і фінансового, Хмельницької обласної громадської організації Асоціація “Поділля Перший”, яка була зареєстрована як громадська організація в липні 1998 р. З 1999 р., на базі Асоціації створений та постійно працює Центр Соціально-Економічних Досліджень Подільського регіону.

В Автономній Республіці Крим у межах м. Севастополь формується мега-кластер “Севастополь”.

Крім того, в межах Івано-Франківської, Закарпатської, Львівської та Чернівецької областей здійснюється кластерний аналіз лісового сектору Карпатського регіону. В багатьох областях одним з інструментів стимулювання розвитку регіонів є передбачення у стратегіях регіонального розвитку областей пункту щодо можливості формування кластерів.

Очевидно, що подальше становлення і розвиток мережі бізнес-інкубаторів, наукових і технологічних парків в Україні буде визначатися як об’єктивними труднощами перехідного до ринкових умов господарювання періоду, так і національними особливостями реалізованої економічної моделі стимулювання інновацій.

Інноваційні фірми, орієнтовані на життєвий цикл продукту. Російський дослідник А. В. Юданов розглядає чотири типи інноваційних фірм (типу стратегій) залежно від цілей та етапів життєвого циклу продуктів, на яких вони спеціалізуються. До них належать: експлеренти, пацієнти, віолейти і комутанти. Будучи, як правило, дочірніми фірмами великих компаній, вони існують за рахунок засобів венчурного капіталу і здійснюють чітко визначений вид діяльності.

Експлеренти – це фірми, що спеціалізуються на створенні нових продуктів і радикальних нововведень, які ведуть до довгострокової переваги над конкурентами.

Цим фірмам властива піонерська стратегія, спрямована на створення нових ринкових ніш і корінне перетворення старих сегментів ринку. Вони займаються просуванням нововведень на ринок, що веде до посилення ринкових позицій фактору дуже бажаного для будь-якого суб'єкта господарювання. Фірми-експлеренти не прибуткові, працюють „в околицях” етапу максимальної винахідницької активності з початку випуску продукції. Вони створюють умови для науково-технічних зрушень у сучасній західній економіці.

Експлеренти, як і венчурні фірми невеликі, за розмірами і перед ними виникає проблема обсягу виробництва, коли приваблива для ринку новинка вже створена. Ці фірми є двигунами науково-технічного прогресу, хоча самі мають високий ступінь ризику при самостійній роботі. У 85 випадках з 100 вони зазнають краху. Проте 15%, що залишилися, мають значний технічний і фінансовий успіх. Для цього фірма-експлерент укладає альянс із великою компанією, тому що не може самостійно тиражувати нововведення, що зарекомендували себе. Зволікання ж з тиражуванням загрожує появою копій чи аналогів. Союз з могутньою фірмою (навіть за умови поглинання і підпорядкування) дозволяє домогтися вигідних умов і навіть збереження відомої автономії. Вибір такого партнера залежить від специфіки споживача. Гасло експлерентних фірм: “Краще і дешевше, якщо вийде”.

Кризи при виникненні експлерентів, як правило, незначно впливають на загальну ринкову ситуацію в окремій країні чи в окремому регіоні. Це пов'язане з тим, що ці фірми здебільшого нечисленні за персоналом, їх ринкові позиції незначні, вони готові до невдачі. У багатьох країнах існує державна підтримка таких фірм (мале підприємство), тому що вони є важливою сферою підприємницької активності в галузі інновацій, реагування на зміни потреб і попиту.

У зв'язку з тим, що ці фірми невеликі за кількістю зайнятих і часто безприбуткові, особливо на початку своєї діяльності, вони не можуть містити окрему структурну одиницю, що спеціалізується на прогнозуванні запобігання і мінімізації втрат від кризи. Тому менеджери експлерентних фірм повинні володіти азами прогнозування, теорії криз і бути економічно грамотними.

Фірми-експлеренти вступають у партнерські відносини з фірмами-віолентами, фірмами-патієнтами та фірмами-комутантами і можуть при необхідності перетворюватися в них.

Пацієнти – фірми, що працюють на вузький сегмент ринку і задовольняють специфічні, зростаючі чи сформовані під дією моди, реклами чи будь-яких інших засобів вимоги покупця. Вони діють на етапах зростання випуску продукції і на стадії падіння винахідницької активності. Їхня науково-технічна політика вимагає прийняття рішень про терміни постановки на виробництво і зняття з нього продукції, проведення чи припинення розробок на рівні винаходів, про доцільність продажу і покупки ліцензій тощо. Прибуток цих фірм очевидний, але й велика ймовірність неправильного рішення, ризику. На цьому етапі також існує небезпека кризи. Але вона непомітна, тому що внутрішній розвиток характеризується стійкими тенденціями. Фірмам переважно загрожують зовнішні причини, зовнішні цикли розвитку економіки чи політичні причини.

Свої дорогі і високоякісні товари пацієнти адресують тим, кого не влаштовує звичайна продукція. Їхній девіз: “Дорого, зате добре”. Ці фірми називають також “хитрими лисицями” економіки за їхнє прагнення ухилитися від відкритої конкуренції з ведучими корпораціями і вишукувати недоступні для них сфери діяльності.

Водночас особливість розвитку пацієнтів полягає в тім, що вони вкрай агресивні у своїх діях і не завжди звертають належну увагу на зовнішнє середовище. Це пов’язано з тим, що пацієнтам необхідно захопити певну нішу ринку і довести свою заможність. Ці фірми з погляду вирішення питань із запобігання криз найбільше важко керовані. У таких фірмах доцільно мати інноваційного менеджера, головна мета якого знизити ризик у життєдіяльності фірми і створити комфортні умови для співробітників.

Віоленти – це фірми з “силовою стратегією”, що діють у сфері великого стандартного бізнесу. Це фірми з великим капіталом, високим рівнем освоєної технології, вони займаються багатосерійним і масовим випуском виробів. Віоленти працюють в околиці максимуму випуску продукції виробництвом і орієнтовані на задоволення попиту широкого кола споживачів, що пред’являють “середні за-

пити” до якості і цін, що задовольняються середнім рівнем. Їхній девіз: “Дешево, але пристойно”.

Після досягнення визначеної межі (наприклад, фірма вже затвердилася на ринку, наявні достатні технологічні і фінансові можливості) фірма, як правило, приймає рішення про здійснення подальшого розвитку у вигляді освоєння нових ринків збуту, організації нового виробництва, стратегічних розробок технології тощо.

Життєдіяльність фірм на стадії віолента докладно досліджена швейцарським вченим Х. Фрізенвінкелем. Досліджуючи діяльність великих фармацевтичних компаній, він виділив три типи крупних корпорацій, які назвав “гордими левами”, „могутніми слонами” і „неповороткими бегемотами”.

Деякі групи великих віолентів, незважаючи на свої розміри, не втрачають здатності до швидкого зростання. Вони динамічні і дають найбільш яскраві приклади агресивної конкуренції у верхньому ешелоні (їхній стан визначається як стан “гордого лева”). Особливості їхньої позиції на ринку часто пов’язані з володінням технологічними й організаційними перевагами в конкретній галузі виробництва й економічної діяльності. Прагнення цілком використовувати вигоди часто змушує ці фірми виступати порушниками спокою, робить їх мінімально зацікавленими в співробітництві з іншими гігантами.

У процесі розвитку компанії нерідко втрачають колишній динамізм, знаходячи натомість стійку стабільність (їхнє становище називають позицією “могутнього слона”). Остання забезпечується переважно трьома факторами: великими розмірами, диверсифікацією, наявністю широкої міжнародної мережі філій. В умовах жорсткої конкуренції важко залишатися постійно першим у створенні нововведень, але широке в асортиментному і географічному відношенні охоплення ринку дозволяє стати менш залежним від результату конкурентної гонитви.

“Неповороткий бегемот”. Зберігаючи гігантський оборот, корпорації поступово втрачають здатність вирішувати серйозні проблеми, а то й починають приносити збитки.

Комутанти фірми, що здійснюють середній і дрібний бізнес, що орієнтується на задоволення конкретних місцево-національних потреб.

Вони індивідуалізують підхід до клієнта, але на базі використання досягнень фірм-віолентів.

Їхнє основне завдання полягає в підвищенні споживчої цінності товару не за рахунок надвисокої якості, а за рахунок задоволення невеликих за обсягом потреб клієнтів, тобто індивідуалізації послуги. “Ви доплачуєте за те, що я вирішую ВАШІ проблеми”, гасло комутантів.

Ці компанії одержати назву “сірих мишей” за те, що вони готові використовувати будь-яку можливість із задоволення будь-яких індивідуальних потреб споживача. Підвищена гнучкість комутантів дозволяє виживати й утримувати свої позиції в складній конкурентній боротьбі. При цьому структура фірми має тенденцію до спрощення.

Комутанти працюють на етапі падіння випуску продукції. Їхня політика вимагає ухвалення рішення про ступінь технологічного освоєння виробів, доцільності зміни в них відповідно до вимог специфічних потреб.

Інноваційний менеджер зобов'язаний дуже тонко розбиратися в специфіці покупця і вірогідно передбачати можливі запити споживача, враховувати їх і успішно реалізовувати на практиці.

§ 3. Державна інноваційна політика

Згідно з вимогами часу, основою стратегічного курсу розвитку України, її визначальними пріоритетами мають стати розроблення й реалізація державної політики, спрямованої на структурну модернізацію господарського комплексу, як найшвидший його перехід на інноваційний шлях розвитку і становлення України як високотехнологічної держави. У Посланні Президента до Верховної Ради України “Європейський вибір” підкреслюється, що “стимулювання науково-технологічного розвитку, реалізація структурно-інноваційної стратегії має бути однією з визначальних цілей уряду, Верховної Ради, органів виконавчої та представницької влади на місцях”, а також, “державна може стати безпосереднім провідником інноваційного розвитку, замовником і організатором досліджень і розробок на найбільш сучасних напрямках науково-технічного прогресу”. Отже, пріоритет інноваційного розвитку національної економіки й активна роль держави в процесі структурних перетворень визначені на державному

рівні. Інноваційний розвиток наразі стає не лише “національною економічною ідеєю, але й тактикою державної й гуманітарної політики”.

Державна інноваційна політика полягає у створенні соціально-економічних, організаційних і правових умов для ефективного відтворення, розвитку й використання науково-технічного потенціалу країни, забезпечення впровадження сучасних екологічно чистих, безпечних, енерго- та ресурсозберігаючих технологій, виробництва й реалізації нових видів конкурентноздатної продукції.

Основним завданням держави є сприяння побудові ефективної інноваційної системи.

Інноваційні процеси та пов’язані з ними трансформації відбуваються завдяки функціонуванню сукупності організацій та інститутів, які здійснюють розробку, впровадження чи використання і комерціалізацію інноваційних продуктів та забезпечують успішну реалізацію інноваційних проектів на кожній їх стадії. У їхній єдності та взаємозв’язку з урахуванням правових, фінансових, організаційних та соціальних аспектів вони утворюють структуру, що отримала назву національної інноваційної системи.

Розробкою змісту цього поняття займається економічна наука, в межах якої вже склалися різні підходи до її визначення. Нею інноваційна система розглядається як комплекс економічно взаємодіючих наукових та інноваційних елементів й інституційних структур соціально-економічної системи, які забезпечують господарський розвиток та зростання якості життя населення на базі знань і нововведень шляхом генерування, інвестування та практичного застосування результатів інноваційної діяльності

Національна інноваційна система, будучи категорією системного порядку, характеризується структурованістю, цілісністю, відособленістю, підпорядкуванням загальній цілі стимулювання, забезпечення та поширення інноваційних трансформацій. Системний характер поняття національної інноваційної системи означає, що технологічний розвиток розглядається не у вигляді односторонніх спрямованих причинно-наслідкових зв’язків, що ведуть від науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт до інновацій, а й як процес взаємодії та зворотних зв’язків між всім комплексом

економічних, соціальних, політичних, організаційних та інших факторів, які визначають створення інновацій.

Національна інноваційна система не просто охоплює сферу, яка генерує нові знання та доводить їх до стану практичного застосування чи впровадження, а й виступає механізмом реалізації інтелектуального капіталу держави. Більше того, вона утворює структуру, яка безпосередньо забезпечує протікання інноваційних процесів. Це означає обумовленість ступеня впровадження в межах національної економіки країни інноваційної моделі розвитку ефективністю функціонування національної інноваційної системи. Будучи прямо пов'язаною з творчою інтелектуальною діяльністю, якій властиві свобода та непередбачуваність (хоча й очікуваність) результатів, робота національної інноваційної системи значною мірою здійснюється на засадах саморегулювання, а тому одночасно із зазначеними аспектами її розглядають і як структуру управління інноваційними процесами.

Таким чином, національна інноваційна система, з одного боку, є генератором нових знань та виконує трансформаційну функцію – забезпечує їх доведення до стану інноваційних продуктів та інновацій, а з іншого – нею самостійно визначаються напрямки інноваційних процесів, активність та результативність інноваційної діяльності суб'єктів господарювання.

У 2009 р. Кабінет міністрів України схвалив Концепцію розвитку національної інноваційної системи (строк її реалізації до 2025 р.)

Національна інноваційна система – це сукупність законодавчих, структурних і функціональних компонентів (інституцій), які задіяні у процесі створення та застосування наукових знань та технологій і визначають правові, економічні, організаційні та соціальні умови для забезпечення інноваційного процесу.

Національна інноваційна система включає такі підсистеми (рис. 6.7):

- державного регулювання, що складається із законодавчих, структурних і функціональних інституцій, які встановлюють та забезпечують дотримання норм, правил, вимог в інноваційній сфері та взаємодію всіх підсистем національної інноваційної системи;



Рис. 6.7. Структура національної інноваційної системи

- освіти, що складається з вищих навчальних закладів, науково-методичних і методичних установ, науково-виробничих підприємств, державних і місцевих органів управління освітою, а також навчальних закладів, які проводять підготовку, перепідготовку та підвищення кваліфікації кадрів;
- генерації знань, що складається з наукових установ та організацій незалежно від форми власності, які проводять наукові дослідження і розробки та створюють нові наукові знання і технології, державні наукові центри, академічні та галузеві інститути, наукові підрозділи вищих навчальних закладів, наукові та конструкторські підрозділи підприємств;
- інноваційної інфраструктури, що складається з виробничо-технологічної, фінансової, інформаційно-аналітичної та експертно-консалтингової складової, а також з технополісів, технологічних та наукових парків, інноваційних центрів та центрів трансферу технологій, бізнес-інкубаторів та інноваційних структур інших типів; інформаційних мереж науково-технічної інформації, експертно-консалтингових та інжинірингових фірм, інституційних державних та приватних інвесторів;
- виробництва, що складається з організацій та підприємств, які виробляють інноваційну продукцію і надають послуги та (або) є споживачами технологічних інновацій.

Метою розвитку національної інноваційної системи є створення умов для підвищення продуктивності праці та конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників шляхом технологічної модернізації національної економіки, підвищення рівня їх інноваційної активності, виробництва інноваційної продукції, застосування передових технологій, методів організації та управління господарською діяльністю для покращення добробуту людини та забезпечення стабільного економічного зростання.

На думку Ю. С. Атаманової, зміст інноваційної функції держави полягає в діяльності держави щодо стимулювання інноваційної діяльності, планування її результатів та контролю за діяльністю суб'єктів господарювання зі створення, комерціалізації, впровадження (використання) інноваційних продуктів як інновацій та випуску на їх основі нової продукції або застосування нових технологій.

Держава регулює інноваційну діяльність відповідно до ч. 1 ст. 328 Господарського кодексу України шляхом:

- 1) визначення інноваційної діяльності як необхідної складової інвестиційної та структурно-галузевої політики; формування і забезпечення реалізації інноваційних програм та цільових проектів;
- 2) створення економічних, правових та організаційних умов для забезпечення державного регулювання інноваційної діяльності;
- 3) створення та сприяння розвитку інфраструктури інноваційної діяльності.

Згідно із Законом України “Про інноваційну діяльність”, головною метою державної інноваційної політики є створення соціально-економічних, організаційних і правових умов для ефективного відтворення, розвитку й використання науково-технічного потенціалу країни, забезпечення впровадження сучасних екологічно чистих, безпечних, енерго- та ресурсозберігаючих технологій, виробництва й реалізації нових видів конкурентоздатної продукції.

Держава повинна створювати сприятливі умови для інноваційної діяльності, формуючи єдині цивілізовані правила й механізми, що сприяють розвитку всіх суб'єктів інноваційної сфери. Основні принципи та напрями регулювання інноваційної діяльності представлені в табл. 6.5.

Таблиця 6.5

**Основні напрями та принципи державного регулювання
інноваційної діяльності**

Принципи	Напрями
Формування відповідної нормативно-правової бази	Формування портфелю державних замовлень на здійснення науково-дослідних робіт
Ефективне використання ринкових механізмів	Формування, раціональне розміщення, ефективне управління інноваційним потенціалом
Збереження і розвиток інноваційного потенціалу	Створення сприятливого клімату для залучення інвестиційних ресурсів в інноваційну сферу, координація інноваційної діяльності
Підтримка міжнародної науково-технологічної кооперації	Створення правової бази інноваційних процесів
Розвиток інноваційної інфраструктури	Кадрове забезпечення інноваційної діяльності шляхом створення відповідних програм навчання в державних навчальних закладах
Інформаційне забезпечення суб'єктів інноваційної діяльності	Формування відповідної інноваційної інфраструктури
Сприяння підготовці відповідних кадрів	Регулювання міжнародних аспектів інноваційної діяльності шляхом визначення загально-економічної та наукової стратегії
Втілення інноваційної моделі розвитку економіки	Фінансування інноваційної діяльності за рахунок бюджетних коштів і коштів спеціальних фондів
Визначення державних пріоритетів інноваційного розвитку	Підтримка науки і формування малого інноваційного підприємництва

Сучасна нормативно-правова база (законои, укази Президента, підзаконні акти у формі постанов Уряду, наказів центральних органів виконавчої влади тощо) стосовно науково-технічної та інноваційної діяльності налічує близько 200 документів.

Зокрема, національне інноваційне законодавство включає норми Конституції України, Господарського кодексу, Закону України “Про інноваційну діяльність”, Закону України “Про пріоритетні напрями розвитку інноваційної діяльності в Україні”, Закону України “Про інвестиційну діяльність”, Закону України “Про наукову і науково-технічну діяльність”, Закону України “Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків” та інших нормативно-правових актів, які визначають правові, економічні та

організаційні засади державного регулювання інноваційної діяльності в Україні, встановлюють форми стимулювання державою інноваційних процесів і спрямовані на підтримку розвитку економіки України інноваційним шляхом.

Вихідні правові передумови державної інноваційної політики закладено в Конституції України. Ст. 54 гарантує громадянам свободу наукової і технічної, а також інших видів творчості, захист інтелектуальної власності, їхніх авторських прав. У цій самій статті визначено, що держава сприяє розвиткові науки, встановленню наукових зв'язків України зі світовим співтовариством.

У Законі України “Про інноваційну діяльність” закріплені повноваження органів державного регулювання інноваційної діяльності: ст. 7 – Верховної ради України, Верховної Ради Автономної республіки Крим та органів місцевого самоврядування; ст. 8 – Кабінету Міністрів України; ст. 9 спеціально уповноваженого центрального органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності та інших центральних органів виконавчої влади; ст. 10 – Ради міністрів Автономної Республіки Крим, місцевих державних адміністрацій, виконавчих органів місцевого самоврядування.

Проведена наприкінці 2010 р. адміністративна реформа змінила систему центральних органів виконавчої влади, у тому числі у сфері науки та інновацій. У результаті на початку 2011 р. сформувалась система державних органів регулювання науково-технічної та інноваційної діяльності наведена на рис. 6.8.

Спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності є Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій), діяльність якого спрямовується і координується Кабінетом Міністрів України через Першого віце-прем'єр-міністра України. До основних завдань Держінвестицій належить: участь у формуванні та забезпеченні реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності та створення національної інноваційної системи для забезпечення проведення ефективної державної інноваційної політики, координація роботи центральних органів виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності (постанова Кабінету Міністрів України “ від 16 трав-

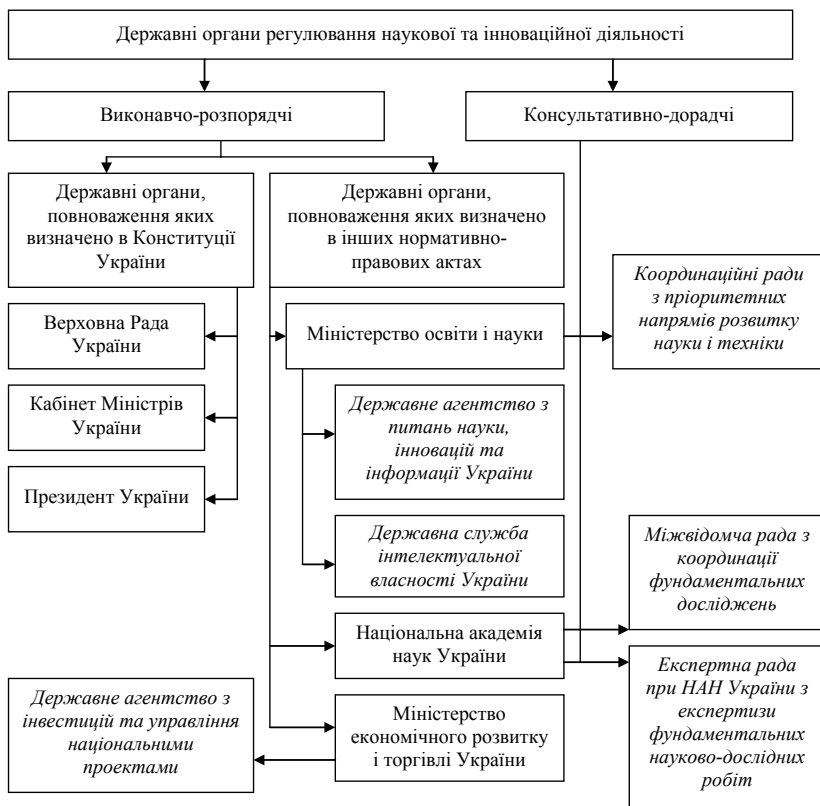


Рис. 6.8. Основні органи регулювання науково-технічної та інноваційної діяльності в Україні

ня 2007 р. № 749 “Деякі питання Державного агентства України з інвестицій та інновацій”).

Головною проблемою державної інноваційної політики є формування та забезпечення реалізації її пріоритетів як головних та найважливіших напрямів системної діяльності.

Державні пріоритети інноваційної діяльності викладені в Законі України “Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні”, що визначає правові, економічні й організаційні засади формування та реалізації пріоритетних напрямів інноваційної діяльності в Україні.

Цим документом передбачено два види пріоритетних напрямів в інноваційній сфері:

- стратегічні пріоритетні напрями, які затверджуються Верховною Радою України на період до 10 років;
- середньострокові пріоритетні напрями визначаються на період до 5 років і спрямовані на виконання стратегічних пріоритетних напрямів. Ці напрями можуть бути загальнодержавного, галузевого та регіонального рівнів.

Стратегічними пріоритетними напрямами на 2011–2021 роки такі:

1) освоєння нових технологій транспортування енергії, впровадження енергоефективних, ресурсозберігаючих технологій, освоєння альтернативних джерел енергії;

2) освоєння нових технологій високотехнологічного розвитку транспортної системи, ракетно-космічної галузі, авіа- і суднобудування, озброєння та військової техніки;

3) освоєння нових технологій виробництва матеріалів, їх оброблення і з'єднання, створення індустрії наноматеріалів та нанотехнологій;

4) технологічне оновлення та розвиток агропромислового комплексу;

5) впровадження нових технологій та обладнання для якісного медичного обслуговування, лікування, фармацевтики;

6) широке застосування технологій більш чистого виробництва та охорони навколишнього природного середовища;

7) розвиток сучасних інформаційних, комунікаційних технологій, робототехніки.

Для реалізації середньострокових пріоритетних напрямів державою запроваджуються заходи щодо:

1) розвитку інноваційної інфраструктури;

2) першочергового розгляду заявок на винаходи, що відповідають середньостроковим пріоритетним напрямам загальнодержавного рівня;

3) різних видів фінансування інновацій.

Здійснення моніторингу реалізації пріоритетних напрямів покладено на Державне агентство з питань науки, інновацій та інформатизації України, яке, починаючи з 2013 р., має щорічно по-

давати результати проведення моніторингу Міністерству освіти і науки для інформування до 15 червня кожного року Кабінету Міністрів України.

З метою забезпечення реалізації стратегічних пріоритетів інноваційної діяльності Кабінетом Міністрів України було розроблено та затверджено середньострокові пріоритети інноваційної діяльності загальнодержавного та галузевого рівнів, деталізовані у відповідних постановах.

Розвиток найважливіших напрямів інноваційної діяльності у промисловості має забезпечуватися завдяки реалізації відповідних державних програм. На сьогодні в Україні реалізовується декілька державних програм у сфері інноваційного розвитку промислового сектору, які викладено у табл. 6.5.

Таблиця 6.5

**Державні програми у сфері інноваційного розвитку
промислового сектору**

Назва програми	Документ, яким затверджено програму	Термін виконання програми
Загальнодержавна комплексна програма розвитку високих наукоємних технологій	Закон України № 1676-IV від 09.04.2004 р.	2005–2013 рр.
Програма розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні	Постанова КМУ № 389 від 02.02.2011 р.	2011–2015 рр.
Державна цільова економічна програма “Створення в Україні інноваційної інфраструктури” на 2009–2013 рр.	Постанова КМУ № 447 від 14.05.2008 р.	2009–2013 рр.
Державна цільова науково-технічна програма розроблення новітніх технологій створення вітчизняних лікарських засобів для забезпечення охорони здоров’я людини та задоволення потреб ветеринарної медицини на 2011 – 2015 рр.	Постанова КМУ № 725 від 22.06.2011 р.	2011–2015 рр.
Державна цільова науково-технічна програма “Нанотехнології та наноматеріали” на 2010–2014 рр.	Постанова КМУ № 1231 від 28.10.2009 р.	2010–2014 рр.

У 2011 р. Кабінетом Міністрів України було затверджено розроблену Міністерством економічного розвитку і торгівлі Програму розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні, у якій зроблено акцент на розробці та реалізації інвестиційних та інноваційних проектів, визначено критерії відбору таких проектів та форми державної підтримки їхньої реалізації.

Державне агентство з питань науки, інновацій та інформатизації України веде Державний реєстр інноваційних проектів, які можуть претендувати на державну підтримку. На сьогодні перелік чинних інноваційних проектів налічує 16 проектів у галузі машинобудування, АПК та хімічної промисловості (табл. 6.6).

Під загрозою через відсутність державного фінансування опинилося виконання заходів Державної цільової науково-технічної програми розроблення новітніх технологій створення вітчизняних лікарських засобів для забезпечення охорони здоров'я людини та задоволення потреб ветеринарної медицини на 2011–2015 рр., затвердженої у 2011 р. За інформацією Державного агентства з питань науки, інновацій та інформатизації України, яке є державним замовником програми, виконання завдань та заходів не здійснювалось у зв'язку з відсутністю на зазначені цілі коштів державного бюджету. Відповідно до паспорта бюджетної програми у державному бюджеті на 2012 р. для Держінформнауки було передбачено кошти на виконання заходів програми в обсязі 1100,0 тис. грн, проте фактичне фінансування за станом на 01.07.2012 р. не здійснювалось.

Таким чином, реалізація державних програм у сфері інноваційної діяльності у промисловості унеможлиблюється через відсутність державного фінансування та ефективних механізмів залучення коштів приватних інвесторів.

В Україні була розроблена “Стратегія інноваційного розвитку України на 2010–2020 роки в умовах глобалізаційних викликів”. Стратегія складається з аналітичної та безпосередньо стратегічної частин. У першій частині сформульовано системну соціально-економічну проблему, що вирішується Стратегією. Ця проблема спроектована на існуючий стан інноваційного розвитку України у порів'янні з основними мегатрендами інноваційного розвитку світової

Таблиця 6.6

**Перелік чинних інноваційних проектів,
що включені до державного реєстру**

№ з/п	Назва інноваційного проекту	Виконавець проекту (Код згідно з ЄД-РПОУ)	Термін виконання проекту	№ свідоцтва, дата видачі	Дата закінчення дії свідоцтва
1	2	3	4	5	6
1	Розробка і впровадження у серійне виробництво телевізорів кольорового зображення з екраном на рідкокристалічних (LCD) панелях	ДП "Новатор", м. Хмельницький (22987900)	Квітень 2007 Квітень 2009	000009 18 червня 2007 р.	18 червня 2014 р.
2	Виробництво технологічного комплексу для агропромислового комплексу	ВАТ "ТО-ДАК", м. Київ (14307340)	Червень 2007 Червень 2009	000010 18 червня 2007 р.	18 червня 2014 р.
3	Виготовлення дослідно-промислової партії з трьох газотурбінних установок ГТУ-8 з елементами модернізації за результатами промислових випробувань	ТОВ "НТЦ" АЛВІГО", м. Київ	Січень 2007 Червень 2008	000001 03 серпня 2007 р.	03 серпня 2014 р.
4	Створення вертикально інтегрованої структури із замкнутим циклом виробництва м'яса свинини	ЗАТ "АПК-ІНВЕСТ", м. Донецьк	Січень 2007 Грудень 2010	000003 03 серпня 2007 р.	03 серпня 2014 р.
5	Організація серійного виробництва агрегатів гідравлічної паливної системи літака АН-148	ДП "ХМЗ"ФЕД", м. Харків	Січень 2006 Грудень 2010	000004 03 серпня 2007 р.	03 серпня 2014 р.
6	Організація виробництва голкопробивних нетканних матеріалів торгової марки "НИКОТЕС"	ТОВ ВТФ "Велам" м. Миколаїв	Вересень 2006 Грудень 2011	000002 03 серпня 2007 р.	03 серпня 2014 р.
7	Організація серійного виробництва апарату штучна нирка "Полиеферент" - пристрій для пан еферентної детоксикації крові і перитонеального лаважа ПЕДК - 01 ТУ У 33.1-32730966-001:2005	ТОВ "Перспективні медичні технології" м. Одеса	Жовтень 2007 Жовтень 2010	000006 02 жовтня 2007 р.	02 жовтня 2014 р.
8	Створення виробництва вітчизняних малолітражних дизельних двигунів серії ДТ із залученням державних інвестиційних ресурсів	ДП "Завод ім. В.О. Малишева", м. Харків	Жовтень 2007 Грудень 2010	000005 09 жовтня 2007 р.	09 жовтня 2014 р.
9	Розробка малогабаритної гідроакустичної станції освітлення підводної обстановки для оснащення малих та надмалих кораблів та суден (шифр Хорол)	Київський державний науково-дослідний інститут гідроприладів м.Київ	2007р-2011р.	000011 17 грудня 2007р.	17 грудня 2014р.
10	Розробка та організація промислового випуску полімерних термоусадкових селективних багаточарових плівок та пакетів для дозрівання та збереження твердих сирів	ЗАТ "ПентоПак" Київська обл. м. Бориспіль	квітень 2007р по березень 2012	000013 17 грудня 2007р.	17 грудня 2014р.

Продовження табл. 6.6

1	2	3	4	5	6
11	Організація виробництва стінових дрібно штучних блоків з неавтоклавного пористого бетону низької густини з підвищеними характеристиками по теплопровідності та водопоглиненню	Бердичівський завод енергозберігаючих будівельних матеріалів м Бердичів Житомирська обл.	липень 2007р по червень 2012р	000012 17 грудня 2007р.	17 грудня 2014р.
12	Серійне виробництво сучасних тролейбусів ПМЗ Т2, Е186, автобусів А186 та їх модифікацій Е186-01 і А186-01	Державне підприємство “Виробниче об’єднання Південний машинобудівний завод ім. О. М. Макарова” м. Дніпропетровськ	квітень 2008р по грудень 2011р	000007 17 грудня 2007р.	17 грудня 2014р.
13	“Модернізація заводу по виробництву органо-мінеральних добрив потужністю до 10000 тон за рік”	ТОВ “ДІКО”, м. Київ	2008р.–2012р.	000014 12 листопада 2008р.	12 листопада 2015р.
14	“Створення вертикально-інтегрованої компанії з виробництва фотогальванічної продукції”	ВАТ “Завод напівпровідників”, м. Запоріжжя	2007р. – 2017р.	000015 31 грудня 2009р.	31 грудня 2016р.
15	“Виробництво акумулювативних водонагрівачів з системою сонячного теплопостачання “Корді-1” – 140л, 150л, 215л, “Корді-2” - 140лГ, 150лГ, 215лГ”	ДП “Красилівський агрегатний завод”, м.Красилів	ІІ квартал 2009р. - 2014р.	000016 31 грудня 2009р.	31 грудня 2016р.
16	Вітчизняний перспективний легкий вертоліт злітною масою 5...6 тонн	Публічне акціонерне товариство “МОТОР СІЧ”, м. Запоріжжя	2013р. – 2027 р.	000017 27 травня 2013 р.	27 травня 2020 р.

та європейської економік, а також економік окремих країн. Подано також характеристику основних викликів і загроз, що стають перед Україною, адекватні відповіді на які можливі за умов посилення інноваційного розвитку країни.

Стратегічна частина окреслює головні стратегічні цілі, основні стратегічні пріоритети, визначає напрямки, механізми і можливі варіанти вирішення проблеми, містить формулювання основних заходів щодо практичного впровадження Стратегії.

Результатом реалізації Стратегії має стати утвердження в Україні інноваційної моделі її економічного і соціального розвитку, підвищення ефективності використання інтелектуального потенціалу країни, всіх її людських та природних ресурсів, забезпечення підви-

шення конкурентоспроможності національної економіки, досягнення стабільного сталого розвитку і підвищення добробуту громадян. Реалізація Стратегії створить можливості для успішного просування України по шляху розбудови економіки і суспільства, заснованих на знаннях.

§ 4. Фінансування інноваційної діяльності

Функціонування економіки на засадах інноваційної моделі розвитку потребує створення адекватного механізму фінансового забезпечення, який би дозволив за наявності обмежених фінансових ресурсів перетворити його зі статусу витратного у механізм, що забезпечує її прогнозовану ефективність. Вирішення стратегічних завдань раціонального фінансового забезпечення інноваційного розвитку потребує раціонального використання наявних фінансових ресурсів на рівні як окремого підприємства, так і держави загалом.

Важливою складовою забезпечення розвитку інноваційної сфери для підвищення конкурентоспроможності економічних агентів зокрема, та національної економіки загалом є побудова ефективної системи фінансування інноваційних вкладень (рис. 6.9).

Під “фінансовими методами” розуміють форму вираження фінансових відносин, що визначає конкретні способи формування і використання централізованих та децентралізованих фондів гро-



Рис. 6.9. Складові системи фінансового забезпечення інноваційного розвитку

шових коштів для забезпечення ефективного функціонування всіх складових ланок фінансової системи, основними з яких такі:

- бюджетне фінансування;
- кредитування;
- самофінансування.

На рис. 6.10 подано джерела фінансування інноваційної діяльності, які умовно можна розділити на чотири групи залежно від сектору економіки: державний, підприємницький, фінансовий та зовнішньоекономічний.

На сьогодні одним із головних факторів економічного зростання є ефективне фінансування інноваційного процесу. Цей вид діяльності є надзвичайно ризикованим, непередбачуваним і вимагає значних капіталовкладень на кожному етапі, починаючи від виникнення ідеї та закінчуючи її кінцевою комерціалізацією й реалізацією.



Рис. 6.10. Джерела фінансування інноваційної діяльності

лізацією. Враховуючи відмінності інноваційних проектів один від одного, доцільно навести низку методів щодо фінансового забезпечення інноваційної діяльності підприємства, враховуючи особливості їх використання задля забезпечення успішного розвитку підприємства (табл. 6.7).

Таблиця 6.7

Методи фінансового забезпечення інноваційної діяльності підприємства

Метод фінансування	Характеристика проекту	За рахунок чого забезпечується фінансування
Самофінансування	Невеликі реальні проекти, для яких важко визначити строк окупності та рівень дохідності	Чистий прибуток; амортизаційні відрахування
Акціонування	Великі проекти зі значними строками окупності витрат; при галузевій або регіональній диверсифікації	Емісія акцій
Кредитне фінансування	Невеликі короткострокові проекти з високою нормою рентабельності інвестицій	Кредити банків, боргові зобов'язання юридичних та фізичних осіб; цільові облигаційні позики
Бюджетне фінансування	Проекти пов'язані з проведенням найважливіших науково-технічних розробок, які виконуються за державним замовленням чи в межах міжнародної науково-технічної співпраці на конкурсній основі	Бюджетний кредит; закріплення в державній власності частини акцій створюваних акціонерних товариств; відшкодування частини вкладених інвестором фінансових ресурсів
Лізинг і селенг	Модернізація або реконструкція підприємства з високим ступенем зміни технології	Передача рухомого та нерухомого майна у тимчасове користування
Проектне фінансування	Довгострокові великі проекти розвитку інфраструктури промисловості, а також надання комунальних послуг із використанням специфічних фінансових інструментів	Банківський, комерційний, державний, міжнародний капітал
Венчурне фінансування	Довгострокові ризиковані проекти	Великі та міжнародні компанії, банки, страхові та пенсійні фонди, приватні інвестори

Для України державна фінансова підтримка науково-технічної та інноваційної діяльності набуває особливого значення, що можна пояснити з погляду макроекономічних та мікроекономічних причин.

Значний внесок у з'ясування механізму державного регулювання інноваційної системи було зроблено у макроекономічному напрямі вченими інституційно-еволюційної теорії, а саме: К. Фріманом, Р. Нельсоном, С. Ю. Глазєвим, В. І. Маєвським тощо. На їх думку, на першій стадії економічного циклу у період народження нової технологічної хвилі відбувається різке зростання невизначеності результатів базових інновацій у зв'язку з невідповідністю існуючих інституційних умов. Це зумовлює економічну кризу та знижує ефективність економічної системи, але наслідком стає гостра необхідність перетворень, у тому числі інституційних, що є підґрунтям для впровадження та комерціалізації інновацій. Таким чином, перша стадія активізації фінансових відносин пов'язана з невизначеністю, що обумовлює необхідність саме державної фінансової підтримки. Фінансування наступних процесів впровадження та поширення інновацій здійснюється безпосередньо після кризи або депресії здебільшого за рахунок недержавних коштів.

Корейський вчений Й. Парк вважає, що існує загальний макроекономічний закон розвитку фінансового забезпечення інновацій з точки зору участі держави:

- зародження національних інноваційних систем потребує підвищення ролі держави у здійсненні наукових досліджень;
- на стадії розвитку створюється баланс між участю держави (або суспільного сектору) у фінансуванні інновацій та приватними інвестиціями (або бізнес-сектором), що підвищує можливості подальшого ефективного розвитку інноваційної системи;
- на третьому етапі, коли національна інноваційна система набуває достатнього розвитку, провідною стає роль бізнес-сектору у фінансуванні інноваційних процесів.

Відповідно до основних постулатів макроекономічного напряму інституціонально-еволюційної теорії, фінансування науково-технічної та інноваційної діяльності є суттєво необхідною умовою розвитку інноваційної системи України. Крім цього, в результаті

зниження науково-технічного потенціалу та відсутності ефективно діючої інноваційної системи, роль держави не повинна обмежуватися непрямим методами, тобто створенням сприятливих умов для інвестицій в інновації. У сучасних умовах необхідна пряма державна фінансова підтримка розвитку інноваційної системи та її елементів.

Необхідність фінансового забезпечення інноваційної діяльності можна обґрунтувати також з погляду мікроекономічних процесів, оскільки розробка та впровадження інновацій здійснюється на підприємствах, тобто безпосередньо на мікрорівні економічної системи. На рис. 6.11 зображені типові етапи життєвого циклу інновацій, а також відповідні джерела фінансування, які є найбільш доступними для підприємств на кожній стадії.

Крива, яка описує наведену динаміку зміни грошового потоку, називається “крива Джей” (J-curve). Для неї характерне первинне падіння (відоме під назвою “долина смерті”), що пов’язане з від’ємним грошовим потоком на етапах створення та впровадження інноваційного продукту. Якщо концепція бізнесу виявиться правильною та доцільною, а первинні витрати – виправданими, то грошовий потік на-

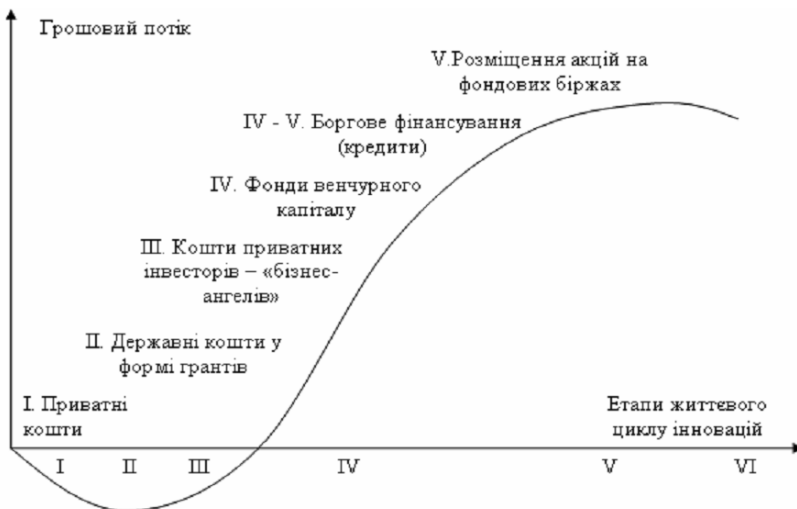


Рис. 6.11. Етапи життєвого циклу та відповідні джерела фінансування інновацій

буває позитивних значень, підприємство поступово набирає сили для виходу на ринок і переходить в наступні стадії – впровадження інноваційного продукту, зростання збуту та розширення частки ринку. Як з теоретичної, так і з практичної точки зору дуже важливим є успішне проходження перших трьох стадій життєвого циклу інновацій. Саме вони зумовлюють майбутню конкурентоспроможність інноваційного продукту. Проте саме цей період початкових стадій життєвого циклу інновацій пов'язаний із загостренням проблем невизначеності та підвищеного ризику. Відповідно особлива необхідність державної фінансової підтримки інноваційної діяльності простежується саме на ранніх стадіях інноваційного процесу, які охоплюють науково-технічну діяльність та дослідно-конструкторські розробки, що зумовлено невизначеністю результатів, асиметричністю інформації, а отже, неможливістю активного залучення інших джерел фінансування. Унаслідок цього роль приватних інвестицій переважає в технологічно розвинутих економіках світу, тоді як у країнах, що розвиваються, має посилюватися роль держави у фінансуванні НДДКР.

Таким чином, важлива роль держави на етапі створення інноваційної системи на макrorівні та на початкових етапах інноваційного процесу на мікрорівні є незаперечною, тоді як у подальшому простежується динаміка посилення ролі приватного сектору у сфері фінансування інновацій. Ця тенденція є основою забезпечення ефективності функціонування національних інноваційних систем та одним з основних чинників підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

Державна фінансова підтримка інноваційної діяльності може надаватися у вигляді:

а) повного безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) пріоритетних інноваційних проектів за рахунок бюджетних коштів;

б) часткового (до 50%) безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) інноваційних проектів за рахунок бюджетних коштів за умови залучення до фінансування проекту решти необхідних коштів виконавця проекту та інших суб'єктів інноваційної діяльності;

в) повної чи часткової компенсації (за рахунок бюджетних коштів) відсотків, сплачуваних суб'єктами інноваційної діяльності комерційним банкам та іншим фінансово-кредитним установам за кредитування інноваційних проектів;

г) надання державних гарантій комерційним банкам, що кредитують пріоритетні інноваційні проекти;

д) майнового страхування реалізації інноваційних проектів у страховиків.

Ці види фінансової підтримки може надавати Державна інноваційна фінансово-кредитна установа (ДФКУ), яка створена Кабінетом Міністрів України та підпорядковується Держінформнауки.

Кошти ДФКУ формуються за рахунок коштів Державного бюджету України, залучених вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, від власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел.

Для отримання фінансової підтримки суб'єкти інноваційної діяльності, інноваційні проекти яких занесені до Державного реєстру інноваційних проектів, подають до ДФКУ (її регіональних відділень) інноваційні проекти та всі необхідні документи, перелік яких визначається нею. ДФКУ організовує на конкурсних засадах відбір інноваційних проектів для їх фінансової підтримки.

Фінансова підтримка Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг здійснюється за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки тощо.

ДФКУ супроводжує реалізацію інноваційних проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів.

Для здійснення фінансової підтримки місцевих інноваційних програм органи місцевого самоврядування можуть створювати комунальні спеціалізовані небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи і підпорядковувати їх виконавчим органам місцевого самоврядування.

Вітчизняним законодавством також передбачено звільнення від сплати ввізного мита устаткування, обладнання та комплектуючих, а також матеріалів, які не виробляються в Україні при реалізації проектів технопарків, наукових парків, створенні та функціонуванні індустріальних парків. Ці кошти не перераховуються до бюджету, а використовуються для забезпечення діяльності цих інноваційних утворень.

Державна підтримка реалізації інноваційних проектів (у т.ч. проектів технопарків), наукових проектів наукових парків надається за умови їх державної реєстрації в Держінформнауки.

У табл. 6.8 наведено дані стосовно обсягу фінансування інноваційної діяльності за рахунок коштів Державного бюджету та інших джерел фінансування.

Згідно зі статистичними даними, найбільш масштабне скорочення фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств за період 2000–2012 рр. відбулося у 2009 р. і скоротилося на 33,7% порівняно з 2008 р., що пояснюється загальноекономічною кризою. Зменшення фінансування інноваційної діяльності підприємств промисловості відбулося за рахунок як власних коштів (на 28,8% у 2009 р. проти 2008 р.), так і кредитних ресурсів (на 76,7% у 2009 р. проти 2008 р.). Низькі обсяги фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств у 2010 р. зросли лише на 1,2% проти 2009 р. та становили 8045,5 млн. грн. Проте вже у 2011 р. фінансування збільшилось майже вдвічі проти 2010 р. і сягало 14333,9 млн. грн.

Таблиця 6.8

Джерела фінансування інноваційної діяльності

Роки	Загальна сума витрат	У тому числі за рахунок коштів			
		власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інші джерела
2000	1757,1	1399,3	7,7	133,1	217,0
2001	1971,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2002	3013,8	2141,8	45,5	264,1	562,4
2003	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2004	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2005	5751,6	5045,4	28,1	157,9	520,2
2006	6160,0	5211,4	114,4	176,2	658,0
2007	10580,9	7999,6	144,8	321,8	2384,7
2008	11994,2	7264,0	336,9	115,4	4277,9
2009	7949,9	5169,4	127,0	1512,9	1140,6
2010	8045,5	4775,2	87,0	2411,4	771,9
2011	14333,9	7585,6	149,2	56,9	6542,2
2012	11480,6	7335,9	224,3	994,8	2925,6

У світовій практиці найбільш поширеним джерелом фінансування інноваційних проєктів, як і будь-яких інвестиційних проєктів загалом, є приватний капітал.

На стадії зародження проєкту, коли лише формується проєктна команда, проводяться технічне обґрунтування та маркетингові дослідження, основним джерелом фінансування є власні кошти, бюджетні кошти та фінансові ресурси бізнес-ангелів.

Бізнес-ангелів світу подарувала Кремнієва долина. Сталося це тоді, коли інженер Юджин Кляйнер покинув компанію Schockley Semiconductor. Він вирішив організувати своє підприємство, яке мало займатися виробництвом кремнієвих мікросхем. Однак, ніхто не зацікавився його ідеєю. Коли інженер думав про повернення на свою постійну роботу, з'явився Артур Крок, який працював в одній інвестиційній компанії. Його зв'язки допомогли йому знайти для Ю. Кляйнера приватного інвестора. Так була заснована компанія Fairchild Semiconductor, що отримала від бізнес-ангела \$ 1,5 млн. інвестицій.

Бізнес-ангели – це незалежні інвестори, які готові вкладати гроші в компанію ще тоді, коли вона знаходиться на стадії ідеї, а самій компанії практично неможливо залучити кошти, звернувшись у венчурний фонд або банк у пошуках кредиту. Бізнес-ангели (неформальні інвестори) є основою неорганізованого ринку венчурного капіталу та, на відміну від венчурних фондів, використовують для інвестування власні фінансові ресурси (табл. 6.9).

Неформальними інвесторами стають успішні підприємці, які заповнюють власними фінансовими ресурсами пробіл між першочерговим вкладенням капіталу власниками компанії та наступним фінансуванням (залучення банківського кредиту, розміщення акцій на біржі тощо). Як правило, бізнес-ангели купують міноритарний пакет акцій, а щоб забезпечити контроль над своїми інвестиціями – блокуючий пакет акцій. Основним сектором інвестування виступають інформаційні технології, сфера послуг, промислове виробництво, фінанси та страхування (табл. 6.10).

Інвестуючи кошти, вони підвищують рівень репутації проєкту, створюють можливості для залучення коштів з інших джерел фінан-

Таблиця 6.9

Відмінності бізнес-ангелів від венчурних фондів

Ознаки відмінності	Бізнес-ангели	Фірми венчурного капіталу
Поведінка	Підприємці	Менеджер фінансів
Інвестовані кошти	Власні	Чужі
Фірми-клієнти	Малі, ранні стадії	Середні та крупні, пізні стадії
Перевірка	Мінімальна	Екстенсивна
Розташування проекту	Важливо	Не дуже важливо
Контракт	Простий	Вичерпний
Моніторинг	Активний, детальний	Стратегічний
Участь в управлінні	Важливо	Не дуже важливо
Маршрути виходу	Не дуже важливо	Дуже важливо
Повернення інвестицій	Не дуже важливо	Дуже важливо

сування. Окрім фінансових ресурсів, приватні інвестори вкладають у розвиток проекту власний досвід та набуті бізнес-зв'язки. Фінансуючи інноваційні проекти, бізнес-ангели не займаються благодійною діяльністю – вони знають, що інвестиції в інновації на початко-

Таблиця 6.10

Приклади вдалих інвестицій бізнес-ангелів

Назва фірми	Бізнес-ангел	Вид бізнесу	Купив акції за:	Продав акції за:	Прибуток (рази)
Apple Computer	Mike Markkula	Комп'ютерне обладнання	\$91, 000 (1/3 фірми)	\$154 млн.	1,692
Amazon.com	Thomas Alberg	Інтернет-магазин	\$100, 000	\$26 млн.	260
Blue Rhino	Andrew Filipowski	Заміна пропанових циліндрів	\$500, 000	\$24 млн.	48
Lifeminders.com	Frans Kok	Інтернет e-mail послуга нагадування	\$100, 000	\$3 млн.	30
Body Shop	Ian McGlinn	Продукти догляду за тілом	£4, 000	£42 млн.	10,500
ML Laboratories	Kevin Leech	Лікування ниркових хвороб	£50, 000	£71 млн.	1,420
Matcon	Ivan Semenko	Вантажні контейнери	£15, 000	£2,5 млн.	166

вих етапах є дуже вигідним, хоч і ризиковим процесом (їх успішна реалізація гарантує значну фінансову вигоду).

Водночас не кожному підприємцю вдається знайти приватного інвестора, а тим більше переконати його інвестувати капітал у запропоновану бізнес-ідею. Шукаючи інвестора, потрібно мати кваліфіковану команду та підготувати документацію, на основі аналізу якої інвестор може оцінити перспективність реалізації проекту, його унікальність та конкурентоспроможність. Якщо рентабельність проекту низька, то це не цікаво інвестору, який хоче максимізувати власний прибуток, розширити свій вплив на ринок, збільшити масштаби виробничо-господарської діяльності.

На стадії розгортання проекту основним джерелом фінансування виступає венчурний капітал. Головною відмінністю венчурних фондів від бізнес-ангелів є те, що вони здійснюють управління не лише власними коштами, й чужими ресурсами та ніколи не інвестують у проект на стадії зародження.

Венчурна індустрія зародилась у США за активної підтримки у 50-х рр. XX ст. У 1958 р. конгрес прийняв рішення про початок реалізації програми SBIC (Small Business Investment Company). У межах цієї програми уряд США надавав доступ до державного фінансування молодим зростаючим компаніям за умови одночасного залучення коштів з боку приватних інвесторів у співвідношенні 2:1 або 3:1 (тобто дві або три частини капіталу мають бути з приватних джерел). У процесі розвитку програми SBIC паралельно стали з'являтися незалежні приватні венчурні фонди та компанії, які з часом перетворилися у те, що сьогодні називають "венчурна індустрія".

Венчурне фінансування, за визначенням Європейської асоціації прямого та венчурного інвестування (European Private Equity & Venture Capital Association – EVCA), – це акціонерний капітал, що надається професійними фірмами, які інвестують, одночасно беручи участь в управлінні, в приватні підприємства, які демонструють значний потенціал зростання, на фазах їх початкового розвитку, розширення та перетворення.

Технології перетворення капіталу у венчурний (англ. venture – ризикові дії) мають свої особливості. Власні кошти компанії і тим-

часово вільні кошти, які знаходяться в джерелах позичкового капіталу, згідно з правилами управління портфелем активів у принципі не можуть стати венчурним капіталом у повному обсязі. Ним стає лише невелика частина портфеля (в пенсійних фондах і активах страхових компаній відповідно до законодавства більшості країн). Фінансування інновацій у вигляді банківських кредитів також має свої обмеження (необхідність захисту вкладників банків). Базельські принципи забороняють кредитування підприємств, не здатних обслуговувати та погашати кредит, тобто таких, які не мають стійких позитивних фінансових потоків (характерно для молодих інноваційних компаній). Капітал для фінансування інновацій, як правило, зосереджується в спеціальних фондах корпорацій або фінансових інститутах – венчурних фондах – і лише капітал, який передається інноваційному підприємцю на певних умовах, перетворюється в діючий венчурний капітал.

Фінансування на основі венчурного капіталу розглядається не лише як вкладення грошових коштів, але й як залучення венчурним інвестором свого досвіду, ділових зв'язків і менеджерського ноу-хау, яке піддається формалізації, і тому венчурні інвестиції називають “розумні гроші” (smart money). Венчурні інвестиції передбачають придбання неконтрольного пакета акцій.

Переваги та недоліки венчурних інвестицій порівняно з іншими видами фінансування інновацій наведено в табл. 6.11.

Ринок венчурного фінансування включає:

- ринок формального венчурного капіталу, до якого належать інституційні утворення, як венчурні фонди і компанії венчурного капіталу;
- ринок неформального венчурного капіталу представлений індивідуальними інвесторами (так званими бізнес-ангелами).

Венчурні інвестиції в європейській практиці відносяться до прямих інвестицій і передбачають вкладення капіталу на початкових стадіях розвитку компаній (рис. 6.12).

Капітал зростання (в деяких дослідженнях належить до венчурних інвестицій пізніх стадій) – це фінансування, що забезпечує зростання компанії і розширення її діяльності, що дозволяє досяг-

Таблиця 6.11

Порівняльні характеристики різних джерел фінансування інновацій

Джерела	Обмеження та вимоги	Переваги	Недоліки
<i>Державне фінансування</i>	Соціальна значимість, компанія має відповідати певним стандартам	Здійснюється навіть у випадках, коли не можна отримати фінансування з комерційних джерел. Як правило, вимагає до виплати менший обсяг коштів і надається на більш тривалий період.	Обмеження на використання. Труднощі в отриманні. Як правило, невеликі обсяги.
<i>Кредити</i>	Ліквідна застава, стійкий грошовий потік, кредитна історія компанії.	Гнучкість у кредитуванні та обслуговуванні позики.	Ризик неплатоспроможності, високі відсоткові ставки, вимоги до ліквідної застави.
<i>Прямі (стратегічні) інвестиції</i>	Стійка позиція на ринку та зрозумілі перспективи зростання; кваліфікований та досвідчений менеджмент; зрозумілість можливостей виходу.	Інвестор вносить свій досвід за даним напрямом діяльності; інвестор сприяє у виході з інвестицій.	Інвестор контролює процес прийняття рішень.
<i>Венчурний капітал</i>	Компанія має показувати: унікальність ідеї; потенційне зростання; високу потенційну дохідність інвестицій; високу кваліфікацію керівного персоналу; зрозумілість можливостей виходу.	Венчурний капіталіст як власник неконтрольного пакета акцій, зацікавлений у зростанні компанії та реалізує свій досвід в управлінні та фінансовій сфері, що дає компанії додатковий розвиток.	Процес отримання фінансування тривалий та важкий; інвестор контролює процес прийняття рішень; можливості виходу з інвестицій можуть викликати сумніви і компанія не отримує інвестицій.

нути беззбиткової роботи або працювати з прибутком. Можливі напрями використання капіталу: фінансування розвитку виробничих потужностей, розвиток ринку або продукції, забезпечення додаткового оборотного капіталу.

Поворотне фінансування (turnaround / rescue financing) надається компаніям, які ще вважаються перспективними, але мають певні труднощі.

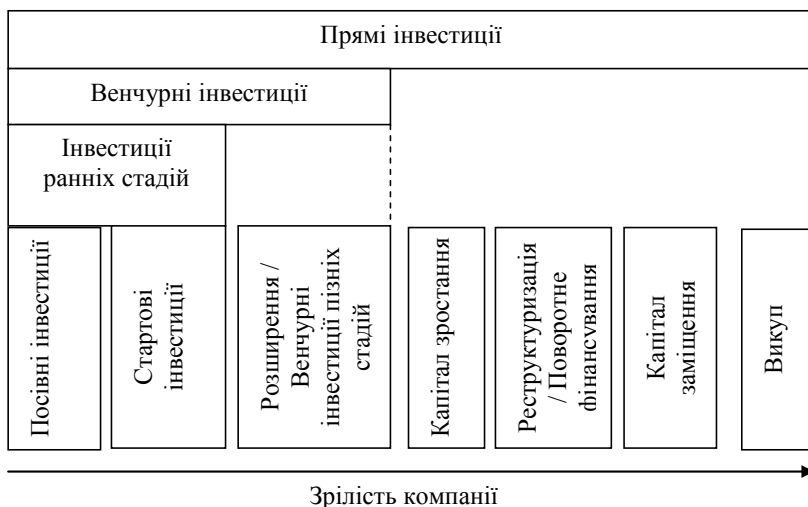


Рис. 6.12. Сегменти і стадії прямого інвестування

Капітал заміщення (replacement capital) – форма і спосіб внесення в компанію інвестицій з ціллю заміщення існуючих акціонерів новими інвесторами.

Для визначення ролі венчурних інвестицій слід визначити порядок розвитку інноваційних підприємств, в якому є декілька ранніх етапів (milestones), для успішного проходження яких необхідне достатнє фінансування: дослідження та розробка продукту (research and development, R&D), розробка концепції продукту і створення прототипу, визначення ринку та його дослідження і початок виробництва продукту. Як правило, обсяг необхідного фінансування перевищує можливості таких доступних джерел, як власні кошти засновника, його сім'ї, друзів та “простаків” (3Fs – family, friends and fools).

На рис. 6.13 відображено типову для інноваційного підприємства динаміку зміни грошового потоку за стадіями його розвитку. На ньому вказані джерела фінансування, найбільш прийнятні та доступні на кожній стадії. Крива, що описує цю динаміку зміни грошового потоку, називається “крива Джей” (*J-curve*), і для неї характерне початкове падіння на посівній (seed) стадії (початкові

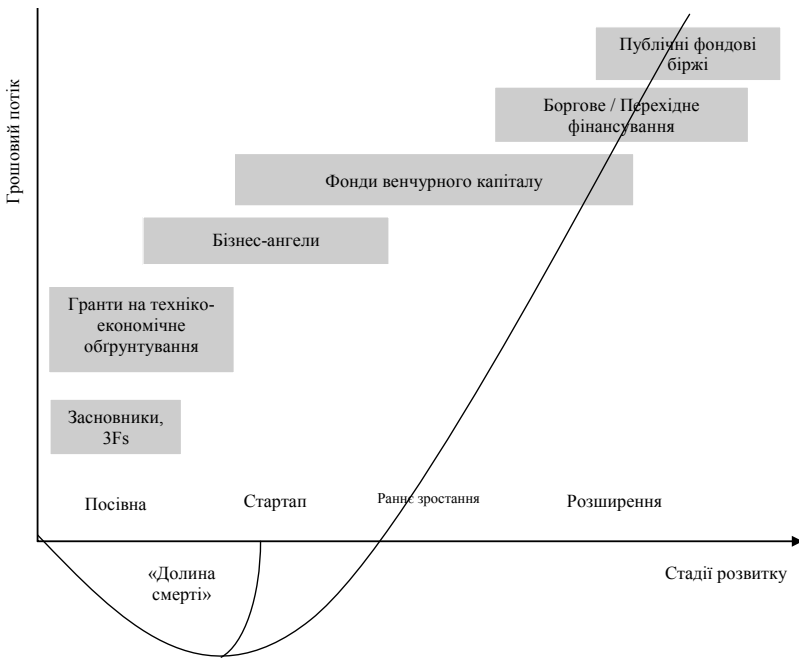


Рис. 6.13. Стадії розвитку, грошовий потік та джерела фінансування

дослідження, розробка ідеї тощо), яке відоме під назвою “долина смерті” (value of death), що відбувається через витрати грошових коштів на доведення правильності концепції бізнесу. Якщо підприємство позитивно сприймає цю “долину” і може організуватися, грошовий потік набуває позитивних значень, підприємство поступово набирає сили для виходу на ринок і переходить у наступні стадії, які потребують значно більшого фінансування.

Вартість інноваційного підприємства базується на довгостроковому потенціалі зростання, в основі якого знаходяться наукові знання та інтелектуальна власність. Це надає своєрідний характер генерації потоку грошових надходжень, який вимагає значної витримки і спокою від інвестора.

Рік, коли венчурний фонд сформувався і почав здійснювати інвестиції, називається вінтажним роком (vintage year).

Вихід венчурних інвесторів зі своїх вкладень здійснюється на етапі швидкого зростання компанії (розширення, експансії). Цей вихід можливий у такий спосіб:

- 1) продаж контрольного пакета акцій стратегічному інвестору;
- 2) первинне публічне розміщення акцій на ринку (IPO), якщо дозволяє ринок і компанія змогла забезпечити обсяги продаж, що відповідають необхідному рівню капіталізації (у США – 400–600 млн. дол. США).

Компанія повинна пропонувати себе стратегічному інвестору або здійснювати IPO в той момент, коли її вартість не досягла запланованого максимуму і нижче нього на 20–25% (резерв зростання є стимулом для стратегічного інвестора або публічного ринку).

Перед IPO може здійснюватися мезонинне фінансування (*mezzanine financing*) – це спосіб фінансування венчурних проєктів, коли інвестор не входить у капітал компанії, а надає ресурси для її розвитку через боргові зобов'язання з одночасним придбанням опціону з правом купівлі акцій позичальника в майбутньому за визначеною ціною. Для здійснення такого фінансування створюються мезонинні фонди.

Для інвестування розвитку інноваційної сфери венчурні фірми здійснюють фандрейзинг (з англ. *fund* – кошти, фінансування, *raise* – піднімати, добувати, збирати), який є пошуком ресурсів (людей, устаткування, інформації, часу, грошей тощо) для реалізації проєктів та / або підтримання існування організації.

Менеджери з фандрейзингу використовують різні методи для досягнення своїх цілей, а саме:

- участь у спільних проєктах і отримання цільового фінансування за програмами міжнародних організацій;
- участь у проєктах, що фінансуються державою;
- організація спеціальних заходів щодо збору коштів (благодійних вечорів, аукціонів, концертів, спортивних змагань);
- залучення волонтерів;
- особисті зустрічі;
- використання ресурсів Інтернету та інші.

Послуги з фандрейзингу можуть надаватися і під час розвитку підприємства в системі бізнес-інкубатора.

Як правило, у венчурному фонді головні партнери отримують щорічні виплати в розмірі 2% від вкладеного у фонд капіталу та 20% від чистого прибутку зі всіх проданих активів при виході з фонду (угода “два і двадцять”).

В Україні інститути венчурного фінансування набули законодавчого оформлення у 2001 р. із прийняттям Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”.

Відповідно до ст. 4 цього Закону, інститути спільного інвестування (ІСІ) класифікуються за трьома ознаками:

- 1) залежно від порядку здійснення своєї діяльності ІСІ може бути відкритого, інтервального та закритого типу;
- 2) залежно від терміну, на який створюється ІСІ, він може бути строковим або безстроковим;
- 3) залежно від структури свого інвестиційного портфеля ІСІ поділяють на диверсифіковані та недиверсифіковані.

Приналежність ІСІ до венчурного фонду визначається саме третьою характеристикою. Відповідно до вказаного Закону ІСІ вважається диверсифікованим, якщо він одночасно відповідає таким вимогам:

- кількість цінних паперів одного емітента активах ІСІ не перевищує 10% загального обсягу цінних паперів відповідного випуску;
- загальна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ у кількості більше, аніж 5% загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не перевищує 40% вартості чистих активів ІСІ;
- не менше 80% загальної вартості активів ІСІ складають грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, допущені до торгів на фондовій біржі.

Інститути, які не мають усіх ознак диверсифікованого ІСІ, є не диверсифікованими.

Недиверсифікований інститут спільного інвестування (ІСІ) закритого типу, який здійснює лише приватне (закрите) розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб є венчурним фондом. Фізична особа може бути учасником венчурного фонду

лише за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат.

У 2012 р. була прийнята нова редакція Закону “Про інститути спільного інвестування”, яка вступить в дію з 1 січня 2014 р. Головною відмінністю нової версії від нині діючого Закону є розширення “лінійки” ІСІ за рахунок спеціалізації інвестиційних фондів за класами активів та інвестиційними стратегіями. У новій редакції крім диверсифікованих та недиверсифікованих ІСІ виділяють також спеціалізовані та кваліфіковані інститути спільного фінансування.

За даними УАІБ за станом на 1 липня 2013 р. в Україні було зареєстровано 965 венчурних фондів, активи яких становили 137,16 млрд. грн. Цей сегмент фінансового ринку є другим за величиною після банківського, а активи венчурних фондів складають приблизно 90% усього ринку спільного інвестування (табл. 6.12, 6.13).

Специфічною ознакою діяльності венчурних фондів в Україні є незначний обсяг фінансування інноваційних проєктів у високотехнологічних галузях. Перевага надається, як правило, традиційним галузям, оскільки ризик інвестицій у нові технології в нашій країні занадто високий. Таким чином, постає проблема активізації ризико-

Таблиця 6.12

Динаміка вартості активів інститутів спільного інвестування

Види фондів	Активи, млн. грн.		
	на 31.12.2011 р.	на 31.12.2012 р.	на 30.06.2013 р.
Відкриті	230,08	163,16	148,23
Інтервальні	186,19	163,9	149,4
Закриті (крім венчурних)	9471,92	10961,77	9212,02
Венчурні	116901,41	145912,29	154542,74

Таблиця 6.13

Структура активів венчурних фондів за категоріями інвесторів
(в абсолютних значеннях)

Юридичні особи		Фізичні особи	
Резиденти	Нерезиденти	Резиденти	Нерезиденти
79,46%	17,90%	2,61%	0,03%

ваного інвестування на шляху якого виникають перешкоди, основні з яких подано на рис. 6.14.

Для вирішення цих проблем, перш за все, потрібно створити привабливі умови для розвитку в Україні високо ризикового інвестування, розробити спеціальну систему мотивації з боку держави для створення венчурних фондів та компаній. Проводити постійний моніторинг стану справ в інноваційній сфері, посилити захист прав інтелектуальної власності, забезпечити належну інформаційну підтримку венчурних інвесторів з високим рівнем якості та достовірності інформації, що надається. Важливим питанням є культивування відповідної культури венчурного бізнесу, тобто потрібно приділяти увагу підготовці висококваліфікованих фахівців у цій сфері і створювати позитивний імідж цього типу фінансування (рис. 6.15).

На етапі раннього зростання, коли компанія втілює проект, але ще не отримує прибутків та відчуває потребу в фінансових ресурсах, додатковим джерелом фінансування може бути банківський кредит.



Рис. 6.14. Причини уповільненого розвитку венчурного підприємництва

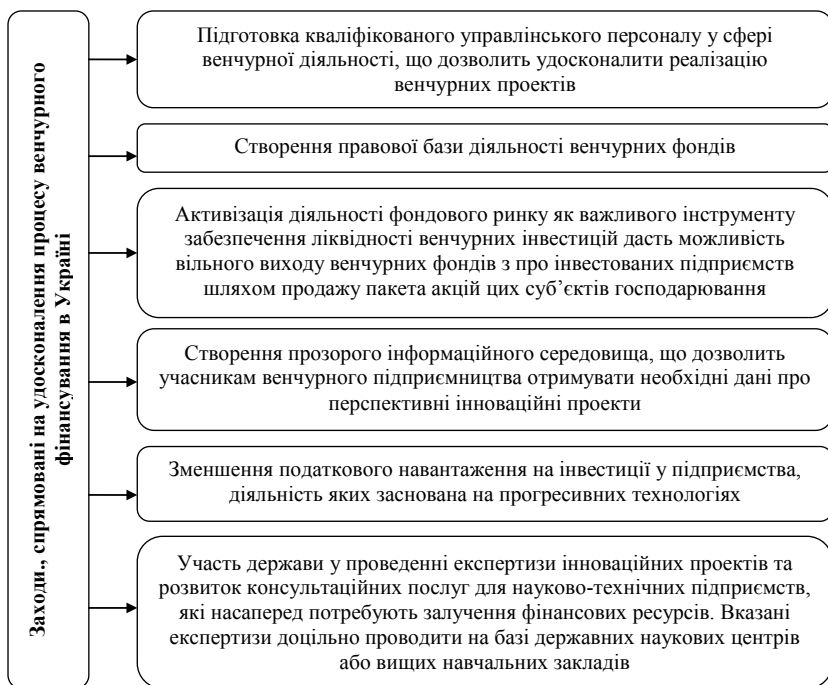


Рис. 6.15. Заходи з удосконалення процесу венчурного фінансування

Комерційні банки у схемах проектного фінансування інновацій можуть виступати в ролі організаторів та фінансових ініціаторів здійснення інвестицій. Банки мобілізують ресурси для фінансування інвестиційних та інноваційних проєктів та, власне, мають можливість прямого виходу на світовий фінансовий ринок із метою масштабного залучення іноземного капіталу для реалізації проєктів.

Отже, фінансування інноваційних проєктів є одним із найбільш перспективних видів фінансової діяльності, що обіцяє інвесторам значну фінансову рентабельність. Водночас фінансування інноваційної діяльності супроводжується високим рівнем ризику, тому інвестори детально оцінюють пропоновані для інвестування проєкти з позицій перспективності, унікальності та рентабельності.

Контрольні питання

1. *Що таке продуктивна і репродуктивна діяльність суспільства? Яка діяльність сприяє створенню нововведень?*
2. *Що таке інвенція, ініціація і дифузія?*
3. *Які основні напрямки інноваційної діяльності?*
4. *Які етапи включає інноваційний цикл?*
5. *Форми фінансування інноваційних проектів.*
6. *Завдання та функції інвестиційного керуючого інноваційного проекту.*
7. *Які види інтелектуальних цінностей. Ви знаєте?*
8. *Яку роль відіграють інновації в житті суспільства?*
9. *Які вимоги пред'являються до інноваційного продукту ?*
10. *Що являється об'єктом права інтелектуальної власності?*
11. *В яких організаційних формах можуть виступати учасники інноваційної діяльності?*
12. *Які основні принципи покладені у державну інноваційну політику?*
13. *В яких формах здійснюється державне регулювання інноваційної діяльності?*
14. *Які пріоритетні напрями розвитку інноваційної діяльності в Україні?*
15. *У якому вигляді може надаватися державна фінансова підтримка суб'єктам інноваційної діяльності?*

Дослідницькі завдання

1. *Інвестиційно-інноваційний напрям розвитку економіки України.*
2. *Роль інновацій в розвитку економіки України.*
3. *Захист об'єктів інтелектуальної власності в Україні.*
4. *Розвиток технопарків, технополісів та інших інноваційних структур.*
5. *Державна інноваційна політика.*
6. *Розвиток венчурного підприємництва.*
7. *Аналіз діяльності венчурних фондів в Україні.*
8. *Оцінка стану венчурного фінансування в Україні.*
9. *Світові тенденції державного фінансування інноваційного розвитку.*
10. *Розвиток інтелектуальних інвестицій на сучасному етапі.*
11. *Пріоритетні напрями державної інноваційної політики.*
12. *Функції бізнес-інкубаторів.*
13. *Фінансування інноваційних проектів.*

Ключові поняття

Продуктивна і репродуктивна діяльність. Інновація. Інноваційна діяльність. Суб'єкти інноваційної діяльності. Об'єкти інноваційної діяльності. Інноваційний продукт. Інноваційна продукція. Винахід. Корисна модель. Промисловий взірець. Товарний знак. Зазначення походження товару. Франчайзінг. Патент. Ліцензія. Інноваційне підприємство. Технопарки. Технополіси. Інкубатор-центри. Венчурні фірми. Державна інноваційна політика. Пріоритетні напрями інноваційної діяльності. Стратегічні пріоритетні напрями інноваційної діяльності. Інноваційний потенціал. Інноваційна культура. Середньострокові пріоритетні напрями інноваційної діяльності. Інноваційний проект. Пріоритетний інноваційний проект. Фінансова підтримка інноваційної діяльності. Компенсація відсотків, сплачуваних за користування кредитами, за рахунок відповідних бюджетів. Надання державних гарантій банкам, що здійснюють кредитування пріоритетних інноваційних проектів. Страхування реалізації інноваційних проектів. Надання пільг щодо оподаткування.

Рекомендована література

1. Шумепетер Й. Теория экономического развития: исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры / Й. Шумепетер. – М.: Прогресс, 1982. – 257 с.
2. Інноваційний менеджмент : [учеб. для студ. вузов, обуваюц. по спец. «Менеджмент»] / [С.Д.Ільєнкова, Л.М.Гохберг, С.Ю. Ягудин и др.] – М.: ЮНИТИ, 2000. – 328 с.
3. Твисс Б. Управление научно-техническими нововведениями / Б.Твисс: пер. с англ. И.И.Елисейевой. – М.: Экономика, 1989. – 217 с.
4. Санто Б. Инновации как средство экономического развития / Б.Санто: пер с венгер. Н.А.Русак. – М.: Прогресс, 1990. – 296 с.
5. Мэнсфинлд Э. Экономика научно-технического прогресса / Э.Мэнсфинлд. – М.: Прогресс, 1070. – 240 с.
6. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации / С.В.Валдайцев. – М.: Информационно-издательский дом «Филин», 1997. – 336 с.
7. Черваньов Д.М. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України / Д.М.Черваньов, Л.І.Нейкова. – К.: Знання, 1999. – 514 с.
8. Антонюк Л.Л. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації : [монографія] / Л.Л.Антонюк, А.М.Поручник, В.С.Савчук. – К.: КНЕУ, 2003. – 394 с.
9. Захарченко В.І., Корсікова Н.М., Мерк улов М.М. Інноваційний менеджмент: теорія і практика в умовах трансформації економіки. Навч. посібник. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 448 с.

10. Беломестнов В. Г. *Управление инвестиционными процессами : монография / В. Г. Беломестнов. – Улан-Удэ : Изд-во ВСГТУ, 2006. – 172 с.*
11. *Шляхи підвищення інвестиційної діяльності в Україні [Текст] : монографія / За ред. В. Г. Федоренка. – Ніжин : Аспект-Поліграф, 2003. – 724 с.*
12. *Хаммер Майкл, Чампи Джеймс. Реинжиниринг корпорации. Манифест революции бизнеса / Майкл Хаммер, Джеймс Чампи. – Манн, Иванов и Фербер. – 2011. – 288 с.*
13. *Шеер А. В. Моделирование бизнес-процессов / А.В.Шеер. – М.: Весть-Мета-Технология, 2000. – 206 с.*
14. *Хамел Г., Прахалад К.К. Конкуренция за будущее. Создание рынка завтрашнего дня / Г.Хамел, К.К.Прахалад. – М.: Олимп-бизнес, 2002. – 288 с.*
15. *Портер Майкл. Э. Конкуренция.: Пер. с англ./ Майкл. Э. Портер. – Издательский дом «Вильямс», 2005. – 608 с.*
16. *Юданов А.В. Опыт конкуренции в России: Причины успехов и неудач. / А.В.Юданов. – М.: КноРус. – 2008. – 270 с.*
17. *Атаманова Ю.Є. Господарсько-правове забезпечення інноваційної політики держави : монографія / Ю.Є. Атаманова. – Х.: ФІНН, 2008. – 424 с.*
18. *Park Y.A Taxonomy of National Systems of Innovation : R&D Structure of OECD Economies / Y. Park // Science and Public Policy. –1999. – № 26 (August). – P. 241-239.*
19. *Брайан Хилл. Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей / Брайан Хилл, Дн. Пауэр; пер. с англ. – М.: Эксмо, 2008. – 496 с.*
20. *Красовская О.В. Венчурное финансирование: мировые тенденции и ситуация в Украине / О.В.Красовская. – К.: Конус-Ю, 2013. – 108 с.*
21. *Микитюк П.П. Аналіз інвестиційно-інноваційної діяльності підприємств: монографія / П.П.Микитюк. – Тернопіль: Тернограф, 2009. – 304 с.*
22. *Онишко С.В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку: монографія / С.В.Онишко; Ін-т екон. Прогнозування НАН України, Нац. акад. держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. акад. ДПС України, 2004. – 434 с.*
23. *Азарова Т.В., Абрамов Л.К. Фандрейзинг для НДО / Т.В.Азарова, Л.К.Абрамова. – Кіровоград.: ЦПТІ. – 2003. – 84 с.*
24. *Варналій З.С. Конкурентоспроможність національної економіки: проблеми та пріоритети інноваційного забезпечення / З.С.Варналій, О.П.Гармашова. – К.: Знання України. – 2013. – 387 с.*
25. *Майорова Т. В. Інвестиційний процес і фінансово-кредитні важелі його активізації в Україні : монографія / Т. В. Майорова – К. : КНЕУ, 2013. – 332 с.*

26. *Державна інноваційна політика: методологія формування і впровадження [Текст] : монографія / В. О. Гусєв ; Нац. акад. держ. упр. при Президентові України. - Донецьк : Юго-Восток, 2011. - 623 с.*

Нормативно-правові акти

1. Закон України «Про інноваційну діяльність» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
2. Господарський кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
3. Закон України «Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій» від 14.09.200 бр. № 143-V [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
4. Закон України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» від 16.07.1999 № 991-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
5. Закон України «Про наукові парки» від 25.06.2009 р. № 1562-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
6. Закон України «Про індустриальні парки» від 21.06.2012 р. № 5018-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
7. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.

Інтернет-ресурси

World Economic Forum	http://www.weforum.org
Державна служба з питань регуляторної політики	http://www.dkrp.gov.ua
National Business Incubation Association (NBIA)	http://www.nbia.org
Агентство з міжнародного розвитку (USAID)	http://www.usaid.gov
Державне агентство з питань науки, інновацій та інформатизації України	http://www.dknii.gov.ua
Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України	http://www.ukrproject.gov.ua
Державна інноваційна фінансово-кредитна установа	http://www.difku.gov.ua
European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)	http://www.evca.eu
Українська асоціація венчурного бізнесу	http://www.uaib.com.ua

РОЗДІЛ VII МІЖНАРОДНІ ІНВЕСТИЦІЇ

1. *Світовий ринок інвестицій: основи функціонування.*
2. *Види та форми іноземних інвестицій.*
3. *Характеристика іноземних інституційних інвесторів.*
4. *Напрями залучення іноземних інвестицій.*
5. *Державна політика у сфері іноземного інвестування.*

§ 1. Світовий ринок інвестицій: основи функціонування

Іноземні інвестиції можна розглядати як транскордонне переміщення капіталу з метою його подальшого зростання. Стосовно окремих країн слід розрізняти іноземні інвестиції, які представляють собою вкладення національних економічних суб'єктів за кордоном, та іноземні інвестиції як вкладення іноземних інвесторів в економіку даної країни.

Загальновідомо, що міжнародний рух капіталу базується на його міжнародному поділі, тобто на історично складеній спеціалізації країн стосовно виробництва певних товарів і послуг. Потреба одних країн у товарах і послугах, котрі продукуються в інших країнах, є передумовою для міжнародного руху капіталу. Під капіталом слід розуміти ресурси у виробничій, товарній і грошовій формах, які необхідні для створення матеріальних благ.

До основних причин обігу іноземних інвестицій належать такі:

- нерівномірність розподілу фінансових ресурсів між країнами, відносно над нагромадження капіталу в одних країнах і його нестача на даний момент часу в інших;
- наявність тимчасово вільних фінансових ресурсів в економіках країн – чистих кредиторів світу;
- нерівнозначні інвестиційні умови в різних країнах;

– специфіка діяльності транснаціональних компаній і банків. Спробуємо розглянути наведені причини більш детально.

Щодо першої причини, то тривалий час в кінці минулого століття країною з надлишковими фінансовими ресурсами вважалась Японія, в якій була дефляція, що робило вкладення національних інвесторів в економіку країни нерациональним з економічної точки зору. Однак протягом декількох останніх років ціни на товари і послуги в Японії знизилися, що привело до зниження норми прибутку компаній. Відбувається зниження попиту на кредити. Все це породжує намагання японських корпорацій шукати будь-які більш прибуткові ринки вкладень інвестицій.

Тривалий час паралельно існувало три точки зору (підходи) щодо структури світового господарства: формаційна (міжсистемна) концепція, концепція “трьох світів” і концепція “центру та периферії”.

За формаційним підходом світове господарство розглядається з точки зору суспільно-економічних формацій, тому розрізняють світову систему капіталістичного господарства та світову систему соціалістичного господарства, де окремі національні економіки входять у відповідну систему господарства. Концепція “трьох світів” розподіляла світову економіку на світ капіталізму, світ соціалізму та світ, що розвивається. Найбільшого поширення набула третя концепція, за якою світова економіка має свій “центр” (найбільш розвинуті країни) та “периферію” (країни, що відстають від “центру” за рівнем економічного розвитку). Наймогутніший центр світового господарства склався в Північній Америці. Ядром цього центру є економіка США, з якою тісно поєднуються економіки Канади і Мексики. На частку цієї трійки країн при 7% населення світу припадає 22–23% національного прибутку та виробництва промислової продукції, 12–13% сільськогосподарської продукції світового господарства. Не менш потужний центр світового господарства сформувався в Західній Європі, країни якої мають не тільки спільну географічну приналежність, а й неоднорідні соціально-економічні системи. Тут сформувалося Європейське співтовариство (ЄС). Це значне економічне угруповання, ринок якого за своїми можливостями попиту можна порівняти з ринком США. Частка ЄС становить близько 1/5

виробництва національного продукту, промислової та сільськогосподарської продукції світу, понад 2/5 золотовалютних його ресурсів. На країни ЄС припадає понад 2/5 зовнішньоторгового обороту світу.

Найбільш динамічні процеси економічного розвитку відбуваються в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні. Японія, Китай та група країн і територій, “далекосхідних тигрів” формують інтеграційне ядро цього регіону. На його частку припадає понад 1/5 світового економічного потенціалу, а “вага” всіх країн цього регіону набагато більша. В регіоні сформувалось інтеграційне утворення АСЕАН.

Регіон Північної Євразії, де розташовані держави, що утворилися після розпаду СРСР, також займає помітне місце у світовій економіці. Участь цих країн у міжнародному поділі праці мінімальна: країни СНД ледь помітні на світових товарних ринках і відомі як боржники розвинутих країн. Під впливом сучасних геополітичних процесів у світі є передумови формування й інших регіональних систем економічної взаємодії.

Світовий банк опублікував дані про обсяги економік країн світу на базі оцінки ВВП і ВНД за станом на 2013 р. Десятка світових лідерів за обсягами економіки має такий вигляд (табл. 7.1).

Цікавий факт – на частку першої п’ятірки економік припадає майже половина світового ВВП. Варто зазначити, що в минулому 2013 р. світова економіка зростала повільніше ніж прогнозувалося. Сьогодні такі прогнози: темпи світового зростання становлять 2,2% в 2013 р., потім збільшаться до 3% в 2014 р. і 3,3% в 2015 р. Основними драйверами економічного зростання в останні роки були країни, що розвиваються. За показником національного доходу на душу населення п’ятьма найбільш багатими країнами у світі є такі: Монако (\$ 186950), Ліхтенштейн (\$ 136770), Бермуди (\$ 106920), Норвегія (\$ 98860), Швейцарія (\$ 82730). Їх сукупна частка у світовому випуску продукції складає менше 1%.

До нерівнозначних інвестиційних умов у різних країнах, перш за все, належать процентні ставки суб’єктів світового господарства (табл. 7.2).

Таблиця 7.1

Рейтинг країн за обсягами валового внутрішнього продукту у 2013 р.

Місце	Економіка	Розмір ВВП (\$ млн.)
	Весь світ	72440449
1	США	16244600
2	Китай	8227103
3	Японія	5959718
4	Німеччина	3428131
5	Франція	2612878
6	Великобританія	2471784
7	Бразилія	2252664
8	Росія	2014775
9	Італія	2014670
10	Індія	1841717
53	Україна	176309

Така відмінність у процентних ставках зумовлює рух іноземних інвестицій у ці суб'єкти світового господарства, де за іншими рівними умовами процентні ставки вищі.

Таблиця 7.2

Процентні ставки в різних країнах світу

Країна	Ставка	Поточне значення	Останні зміни
США	Federal Funds Rate	0,25 %	22.06.2011
Єврозона	Refinancing tender	1,25 %	09.06.2011
Великобританія	Official Bank Rate	0,5%	09.06.2011
Японія	Overnight call rate target	0,1%	20.05.2011
Швейцарія	3month LIBOR range	0,25%	16.06.2011
Канада	Overnight rate target	1,00%	31.05.2011
Австралія	Cash rate	4,75%	07.06.2011
Нова Зеландія	Official cash rate	2,5%	09.03.2011
Росія	Refinancing rate	8,25%	03.05.2010
Китай	Current Interest Rate	6,06%	08.02.2010

Переміщення іноземних інвестицій транснаціональними компаніями і банками зумовлені такими причинами:

- потребою освоєння нових споживчих ринків або наближенням до ринків сировини;
- потребою в ініціюванні та посиленні політичного впливу на економіку іноземної держави.

Недавно дослідники зі Швейцарського федерального інституту технологій в Цюріху виявили відносно малочисельну групу пов'язаних між собою транснаціональних організацій, які впливають непропорційно на глобальну економіку. Основу групи становлять фінансові інститути, але вона суттєво впливає на світову економічну стабільність. Було встановлено мережу глобального корпоративного контролю, яка складається з 1318 корпорацій із взаємними власниками і кожна з цих компаній тісно пов'язана ще, як мінімум, з двома іншими компаніями, а середнє число зв'язків між ними дорівнює двадцяти. У загальному підсумку їх прибуток становить 20% від загальносвітової операційної виручки, однак за допомогою акцій і через свої дочірні компанії вони контролюють більшу частину провідних підприємств реальної економіки у світі, які забезпечують близько 60% від світової виручки. Подальшим дослідженням було встановлено ядро цієї мережі та ще більш пов'язану між собою групу “суперорганізацій”, до якої увійшло 147 компаній. Більшу частину з них становлять фінансові інститути, такі як: Barelays, JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Lynch, Morgan Stanley, Bank of America, UBS, Deutsche Bank, Societe Geverale, Credit Suisse та інші. Їхні активи тісно пересікаються одні з одними, що дозволяє їм контролювати 40% глобального корпоративного багатства. Таким чином, ядро з менш як 1% компаній фактично є глобальною економічною суперструктурою, яка контролює майже половину світової економіки.

Вчені вважають, що дослідження здатне пояснити схильність світової економіки до фінансових криз. Концентрація економічної могутності в руках невеликої кількості тісно пов'язаних організацій небезпечна тим, що такі мережі є нестабільними. Проблеми однієї організації дуже швидко переходять на інші пов'язані з нею, що сприяє виникненню “ефекту доміно”.

§ 2. Види та форми іноземних інвестицій

Іноземними інвестиціями вважаються всі види вкладень майнових та інтелектуальних цінностей іноземними інвесторами в об'єкти інвестиційної діяльності, відповідно до законодавства України, з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту [1].

Основними формами підприємницької діяльності іноземних інвесторів в Україні є такі: представництво іноземної фірми; укладання договору про спільну діяльність з іноземним партнером; створення спільного підприємства; придбання іноземними інвесторами частки управління в підприємствах, акцій та інших цінних паперів.

До іноземних інвестицій належать:

- рухоме і нерухоме майно;
- відповідні майнові права, в т. ч. право застави;
- вклади;
- грошові кошти;
- фінансові інструменти (акції, облігації, паї);
- право вимоги щодо грошових коштів, вкладених для створення економічних цінностей;
- право вимоги щодо послуг, які мають економічну цінність;
- право на результати інтелектуальної діяльності;
- право на розвідку й експлуатацію природних ресурсів та ін.

Розрізняють поточні потоки інвестицій, тобто капіталовкладення, які здійснюються протягом одного року, і загальний обсяг іноземних інвестицій, нагромаджених на даний період часу. Нові потоки щорічно приплюсовуються до нагромаджених обсягів інвестицій. Окрім цього, виокремлюють державні і приватні іноземні інвестиції. **Державні інвестиції** – це позики і кредити, які одна держава або група держав, міжнародна економічна організація (МВФ, Світовий банк, ЄБРР) надають іншим державам. Крім цього, до державних інвестицій належать державна участь у капіталі спільних підприємств та інвестиції державних підприємств.

Під **приватними інвестиціями** розуміють інвестиції, які здійснюються приватними підприємствами, банками, окремими громадянами однієї країни в економіку іншої. Сучасні інвестиційні зв'язки і потоки настільки складні та різноманітні, що нерідко потоки державних і приватних інвестицій тісно переплітаються між собою.

Залежно від ступеня контролю над зарубіжними компаніями інвестиції поділяються на **прямі і портфельні**.

Прямі іноземні інвестиції – іноземні інвестиції, доволі масштабні для того, щоб дозволяти інвестору встановити ефективний контроль за управлінням підприємством і створити тривалу зацікавленість в успішному функціонуванні і розвитку цього підприємства. До прямих іноземних інвестицій належать вкладення коштів в матеріальні та нематеріальні активи підприємства, що створюється на території країни, яка приймає. За результатом залучення прямих іноземних інвестицій відбувається збільшення активів підприємства, створюються нові майнові та інтелектуальні цінності. Прямі іноземні цінності за методикою Міжнародного валютного фонду (МВФ) – це іноземні інвестиції, які розповсюджуються на 10 і більше процентів акцій, які голосують. Іноземний інвестор отримує контроль над підприємством на території України або активно бере участь у його управлінні.

Вважається, що прямі іноземні інвестиції порівняно з іншими видами залучення іноземного капіталу мають такі переваги:

- прямі іноземні інвестиції є джерелом приросту виробничого капіталу і капіталу сфери послуг, залучення передових технологій, ноу-хау, методів ведення бізнесу;
- на відміну від позик і кредитів, прямі іноземні інвестиції не збільшують зовнішній борг держави;
- прямі іноземні інвестиції забезпечують найбільш ефективно інтеграцію національної економіки у світову. Відповідно, національні економіки зацікавлені насамперед у залученні прямих іноземних інвестицій.

Серед форм залучення прямих іноземних інвестицій можна виокремити такі:

- залучення іноземних інвестицій шляхом створення спільних підприємств;
- створення на території країни підприємств, які повністю належать іноземному капіталу;
- залучення іноземних інвестицій на умовах угод про розподіл продукції;

- залучення іноземних інвестицій через вільні економічні зони, спрямовані на здійснення інвестиційної модернізації окремих регіонів країни.

Незважаючи на всі позитивні риси, прямі іноземні інвестиції мають і суттєві недоліки. Основний недолік прямих іноземних інвестицій – це втрата контролю за компанією. Іноземні власники при управлінні компанією керуються, перш за все, своїми інтересами, які часто збігаються з національними інтересами країни, де вона розміщена. Особливо це може виявлятися в масових звільненнях робітників, у нанесенні збитків екології країни і т. д. Відповідно, залучення іноземних інвестицій у багатьох країнах обмежується в ряді стратегічно важливих галузях економіки.

Портфельні іноземні інвестиції – це вкладення коштів інвесторами в цінні папери найбільш прибуткових підприємств, а також у цінні папери, які емітує держава чи місцеві органи влади з метою отримання максимального доходу на вкладені кошти. Іноземний інвестор активно не бере участь в управлінні підприємством, займає лише позицію “стороннього спостерігача” стосовно підприємства – об’єкта інвестування і, як правило, не втручається в його управління, обмежуючись отриманням дивідендів. Метою портфельного інвестора є отримання високої норми прибутку і зниження ризику за рахунок хеджування. Таким чином, створення нових активів при цьому вкладенні коштів не відбувається. Портфельні інвестиції дозволяють збільшити обсяг залученого капіталу на підприємстві.

Способом залучення портфельних іноземних інвестицій є розміщення за кордоном облігацій (державних і приватних), невеликих пакетів акцій підприємств (без права управління підприємством) та їх сурогатів, а також коштів від продажу аналогічних цінних паперів нерезидентам, тобто іноземним юридичним і фізичним особам в середині країни. За допомогою іноземних портфельних інвестицій вирішуються переважно фінансові завдання.

Відмінності між прямими і портфельними інвестиціями у багатьох випадках будуються на базі специфіки участі іноземного партнера в акціонерному капіталі підприємства. Перевага такого підходу у відносно легкому та формальному розподілі іноземних

інвестицій на прямі і портфельні. Відповідно до прямих іноземних інвестицій будуть належати інвестиції, які забезпечують контроль над підприємством. Відтак, саме поняття контролю не є чітко формалізованим. Залежно від конкретної ситуації наявність невеликого пакета акцій (5–10%) дозволяє іноземному партнеру проводити важливі рішення, і, навпаки, за наявності великого пакета акцій іноземний партнер може і не мати контролю над підприємством. Крім цього, в деяких галузях може здійснюватися прямий контроль над підприємством з боку уряду, наприклад, в особі комісії з контролю за тарифами, які обмежують свободу при виборі рішення навіть за 100%-ої іноземної участі.

Розподіляючи поняття прямих і портфельних іноземних інвестицій, більш важливим критерієм є наміри іноземного партнера брати участь в управлінні, наявність у нього стратегічних інтересів у співпраці з цим підприємством – прямі інвестиції, або намагання іноземного партнера отримати прибуток на вкладений капітал без прив'язки до конкретного підприємства – портфельні інвестиції.

У міжнародній і національній статистиці існує також така категорія, як інші іноземні інвестиції. Іншими іноземними інвестиціями вважаються банківські вклади (власні рахунки іноземних юридичних осіб в українських банках і українців в іноземних банках), товарні кредити (оплата за експорт або імпорт і надання кредитів для експорту з імпорту) та інші кредити (кредити міжнародних фінансових організацій і кредити урядів іноземних держав та інші кредити, крім торгових, які отримані від прямих інвесторів). Їх виключення з аналізу пов'язано, перш за все, з неоднорідністю групи, а також складністю отримання достовірної статистичної інформації.

Для країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою ця форма інвестицій має суттєве значення.

Як будь-яке складне економічне явище, вкладення іноземного капіталу впливає на економіку країн, що його приймають як позитивно, так і негативно.

Позитивні і негативні результати залучення іноземного капіталу можна згрупувати в окрему таблицю 7.3.

Таблиця 7.3

Позитивні і негативні результати залучення іноземного капіталу

Позитивні наслідки	Негативні наслідки
1. Збільшення обсягів реальних капіталовкладень, прискорення темпів економічного розвитку і покращення стану платіжного балансу країни.	1. Репатріація капіталу і переведення прибутку в різних формах (дивіденди, проценти, роялті і т. д.), що погіршує стан платіжного балансу країни, що приймає.
2. Поступлення передової іноземної технології, організаційного й управлінського досвіду, результатів від науково-дослідних робіт, які втілені в нову техніку, патенти, ліцензії, ноу-хау і т. д.	2. Збільшення імпорту обладнання, матеріалів і комплектуючих, які потребують додаткових валютних витрат.
3. Використання місцевих заощаджень для реалізації прибуткових проєктів.	3. Подавлення місцевих виробників і обмеження конкуренції.
4. Залучення місцевих капіталів і зміцнення місцевого фінансового ринку за рахунок використання його ресурсів.	4. Посилення залежності національної економіки, яке загрожує її економічній і політичній безпеці.
5. Більш повне використання місцевих природних ресурсів.	5. Ігнорування іноземними інвесторами місцевих умов і особливостей.
6. Підвищення рівня зайнятості, кваліфікації, продуктивності місцевої робочої сили.	6. Можлива деформація структури національної економіки.
7. Розширення асортименту випущеної продукції.	7. Занепад традиційних галузей національної економіки.
8. Розвиток імпортозаміщених виробництв і скорочення валютних витрат на оплату імпорту.	8. Посилення соціальної напруги і диференціації (зокрема, за рахунок вищої оплати праці на іноземних підприємствах).
9. Розширення експорту і поступлення іноземної валюти.	9. Послаблення стимулів для проведення національних науково-дослідних розробок завдяки введеному іноземним технологій, що зрештою може привести до посилення технологічної залежності.
10. Розширення обсягів податкових поступлень, які дозволяють розширити державне фінансування соціальних та інших програм.	10. Погіршення стану навколишнього середовища в результаті переведення в країну “брудних” виробництв і “звірячої” експлуатації місцевих ресурсів.
11. Підвищення рівня життя і купівельної спроможності населення.	11. Негативний вплив на соціально-культурні умови, що пов'язано з ігноруванням національних традицій, особливостей, насадженням національній культурі чужих стандартів цінностей і форм організації виробництва, споживання тощо.
12. Використання вищих стандартів якості навколишнього середовища, розширення доступу до більш чистих технологій, зниження загального рівня забруднення навколишнього середовища.	
13. Розвиток інфраструктури і сфери послуг.	
14. Підвищення довіри до країни, що дозволяє залучити нових іноземних інвесторів.	
15. Посилення конкуренції в національній економіці і зниження рівня її монополізації.	
16. Оздоровлення соціально-культурної ситуації в країні, розповсюдження міжнародних стандартів не тільки у виробництві, а й у споживанні.	

§ 3. Характеристика іноземних інституційних інвесторів

Іноземні інвестори – це суб'єкти, які займаються інвестиційною діяльністю на території України. Законодавством України передбачені такі іноземні інвестори:

- 1) юридичні особи, створені відповідно до законодавства іншого, ніж законодавство України;
- 2) фізичні особи – іноземці, які не мають постійного місця проживання на території України і не обмежені у їздатності;
- 3) іноземні держави, міжнародні урядові та неурядові організації;
- 4) інші іноземні суб'єкти інвестиційної діяльності, які визнаються такими відповідно до законодавства України.

Важливе місце у розвитку міжнародних фінансово-кредитних та кредитних відносин займає їх інституціональна структура. Ця структура представлена міжнародними та регіональними валютно-фінансовими установами, що створюються на базі багатосторонніх міждержавних угод. Їх різноманітна роль полягає в тому, що одні з них, маючи великі ресурси та повноваження, здійснюють регулювання міжнародних, валютних відносин – надають позики, технічну допомогу, в інших – переважає інформаційно-аналітичний аспект діяльності.

Світовий банк є одним з найважливіших інститутів фінансової та технічної допомоги країнам, що розвиваються. Він складається з двох установ – Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР) та Міжнародної асоціації розвитку (МАР).

Світовий банк – це своєрідне кооперативне співтовариство, акціонерами якого є 187 країн-членів. Акціонери представлені Радою керуючих, яка є вищим органом управління. Рада керуючих делегувала велику частину своїх повноважень Раді виконавчих директорів, яка складається з 25 виконавчих директорів, 5 з яких представляють 5 країн – найбільших акціонерів, а 20 – решту країн, які розподілилися на групи. Україна входить до групи країн на чолі з Голландією.

У програмах допомоги Світового банку першочергова увага приділяється стійкому людському та соціальному розвитку, а також вдосконаленню управління економікою, з опором на соціальну інтеграцію, вдосконалення управління й інституційне будівництво. Світовий банк

формує комплексні пакети допомоги країнам, використовуючи як бюджетні кошти, так і кредитні ресурси, доповнюючи їх грантами та позиками, наданням учасниками спільного фінансування та партнерства. В рамках відносин “Світовий банк – країни, що розвиваються” кредити надаються за різноманітними тематичними напрямками (рис. 7.1).

У вересні 1992 р. Україна стала членом МБРР та інших організацій групи Світового банку. Співпраця нашої держави зі Світовим банком здійснюється відповідно до Стратегії партнерства МБРР і МАР з Україною на 2012–2016 фінансові роки.

У 2013 р. прийнято рішення щодо підготовки спільних із МБРР таких проектів:

1. Модернізація та реконструкція магістрального газопроводу Уренгой-Помари-Ужгород.
2. Розвиток міської інфраструктури-2.
3. Підвищення енергоефективності в секторі централізованого теплопостачання України.
4. Модернізація системи соціальної підтримки населення України.

У цьому періоді завершена реалізація спільних проектів “Модернізація державної податкової служби України-1” та “Удосконалення системи соціальної допомоги”. Україна ніколи не розглядала і не реалізовувала членство у Світовому банку лише як засіб отримання дешевих кредитних ресурсів. Взаємодія зі Світовим банком надає доступ до економічних знань, досвіду та експертизи практично всіх країн світу.

Основою нової побудови взаємовідносин є національні інтереси та стратегічні пріоритети нашої держави. Україна зможе отримати максимальний соціально-економічний ефект за умови побудови співпраці зі Світовим банком на таких засадах:

1) відповідність форм та способів надання допомоги Світовим банком потребам соціально-економічного розвитку України, використання в кожному конкретному випадку найбільш оптимального з них, а також диверсифікація механізмів співпраці з банком;

2) рівень заборгованості має бути лімітованим з метою недопущення боргової залежності нашої країни та негативного впливу на національну економічну безпеку;



Рис. 7.1. Тематичні напрями надання кредитів Світовим банком

3) залучення коштів Світового банку може здійснюватися тільки за умови забезпечення їх ефективного і повного використання;

4) рішення про залучення кредитних коштів Світового банку приймається за результатами проведеного аналізу порівняльних переваг запозичень у Банку у порівнянні з фінансовим забезпеченням з інших джерел і лише за умов неможливості надання коштів з державного бюджету, комерційного кредитування тощо.

З урахуванням пріоритетних завдань української економіки основна увага Світового банку може бути зосереджена на таких напрямках допомоги (рис. 7.2).

1. Покращення умов розвитку підприємництва та конкуренції

- розвиток підприємництва, середнього та малого бізнесу є необхідною умовою стійкого економічного зростання;
- міжнародний досвід показує, що бар'єри, які заважають створенню та функціонуванню малих підприємств, впливають насамперед на населення з низьким рівнем доходів

2. Удосконалення державного управління

- покращення управління державними органами на національному та регіональному рівнях;
- впровадження сучасних інформаційних технологій у системі державного управління;
- підвищення якості державних послуг;
- поліпшення інвестиційного клімату;
- забезпечення довгострокового економічного зростання

3. Нівелювання ризиків

- зниження рівня бідності та пом'якшення наслідків втрати гарантованих доходів;
- підвищення якості охорони здоров'я та освіти;
- підвищення ефективності фінансування програм соціального захисту;
- підвищення якості надання соціальних послуг та спрощення доступу до них;
- вирішення екологічних проблем

Рис. 7.2. Пріоритетні напрями допомоги Світового банку

Таким чином, Світовий банк відіграє значну роль у забезпеченні макроекономічної стабільності в Україні, впровадженні основних економічних реформ, а наявність його програм та проектів в економічній та соціальній сферах України слугують не лише підвищенням рівня життя населення, й певним індикатором для інших іноземних інвесторів.

Серед широкого кола учасників міжнародної інвестиційної діяльності в Україні вагоме місце також посідає Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР). ЄБРР був заснований в 1990 р., а розпочав свою діяльність у 1991 р. До складу ЄБРР увійшли всі європейські країни, а також низка неєвропейських країн – Австралія, Єгипет, Ізраїль, Кіпр, Марокко, Мексика, Нова Зеландія, Республіка Корея, США, Японія. Крім того, як нащадки СРСР членами банку стали всі азійські республіки СНД. Всього учасниками ЄБРР є 60 країн. Відповідно до статуту ЄБРР його членами можуть стати як європейські, так і неєвропейські, але всі вони мають бути членами МВФ.

До основних цілей ЄБРР належать:

- сприяння економічного розвитку і реконструкції країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ), які заявили про свою прихильність демократичним принципам;
- надання допомоги країнам ЦСЄ в модернізації виробничої бази, в організації конкурентоспроможної підприємницької діяльності в приватному секторі;
- сприяння в залученні інвестицій у виробництво, сферу послуг і фінансовий сектор;
- стимулювання великих економічно обґрунтованих проектів;
- надання технічної допомоги в реалізації проектів;
- сприяння формуванню ринку капіталів;
- сприяння у вирішенні екологічних проблем.

При утворенні ЄБРР його капітал формувався шляхом випуску акцій на суму 10 млрд. Екю. Квоти в уставному капіталі розподіляються таким чином: країни-члени ЄС, Європейський інвестиційний банк і власне ЄС – 51%, країни ЦСЄ – 13%, решта європейських країн – 12%, неєвропейські країни – 24 %. Фінансові ресурси банку формуються також за рахунок позичкових коштів, коштів одержаних у погашення позик, за рахунок виручки від реалізації інвестицій в акціонерний капітал.

Відповідно до зазначених основних цілей банку його кредитно-інвестиційна політика спрямована, перш за все, на підйом і структурну перебудову країн Центральної і Східної Європи. Діяльність ЄБРР в цьому напрямку досить різноманітна і перспективна. Вона включає: надання кредитів на розвиток виробництва; інвестування в

капітал; гарантоване розміщення цінних паперів; надання позик під реконструкцію й розвиток інфраструктури. Пріоритетними сферами кредитування є такі: фінансовий сектор, енергетика, теплокомунікації, транспорт і агробізнес. ЄБРР перетворився на значного інвестора в країнах ЦСЄ: на нього припадає 15% всіх прямих капіталовкладень у регіоні і переважна їх більшість йде у приватний сектор.

Україна стала членом ЄБРР в 1992 р. За обсягами кредитів банку країнам Центральної і Східної Європи Україна посідає друге місце, що свідчить про високу оцінку ролі нашої країни в Європі.

Основою співробітництва України з ЄБРР є його стратегія допомоги нашій державі. У рамках прийнятої стратегії ЄБРР працює у двох напрямках: надання міжнародних кредитів на пільгових умовах під гарантії Уряду та кредитування приватних підприємств нашої держави на комерційних умовах (рис. 7.3).

Рада Директорів ЄБРР 13.04.2011 затвердила Стратегію діяльності в Україні на 2011–2014 р. Передбачено, що основними її завданнями є такі: підвищення енергоефективності у всіх секторах; інтеграція в Європейський енергетичний ринок та зміцнення енергетичної безпеки; сприяння конкуренції та економічної диверсифікації у міру того, як Україна рухатиметься до більш глибокої інтеграції у глобальні ланцюги виробництва і постачання; підтримка реалізації значного потенціалу України у галузі харчової промисловості та сільського господарства, і, таким чином, сприяння забезпеченню продовольчої безпеки в Україні; модернізація застарілої інфраструктури України, особливо що стосується модернізації транспортних коридорів та комерціалізації підприємств, які надають комунальні послуги; стабілізація фінансового сектору та сприяння розвитку капіталу у національній валюті.

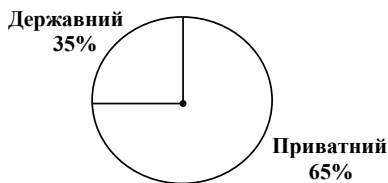


Рис. 7.3. Кредитний портфель ЄБРР в Україні
(за секторами економіки)

У фінансовому секторі ЄБРР у короткостроковому періоді буде допомагати у стабілізації фінансового сектору та продовжувати зусилля у напрямку розвитку ринків капіталу в національній валюті, що включає надання банківському сектору цільового довгострокового фінансування акціонерного капіталу та кредитного фінансування, а також технічної допомоги з метою допомоги у здійсненні заходів, які обмежать майбутню нестабільність галузі, в т. ч. посилення управління, диверсифікацію довгострокових джерел фінансування та підтримку розвитку ринків капіталу в національній валюті.

У муніципальному секторі першочергова увага ЄБРР буде зосереджена на фінансуванні проєктів, спрямованих на підвищення енергоефективності та покращення охорони навколишнього середовища. Запланована підтримка бюджетної децентралізації та муніципальних реформ.

У сфері електроенергетики й енергетики ЄБРР буде підтримувати диверсифікацію джерел постачання енергоресурсів, покращення енергетичної безпеки та підвищення енергоефективності. Це включатиме модернізацію систем безпеки в атомній галузі, мереж передачі електроенергії та заходи, що сприятимуть інтеграції України у Європейський енергетичний ринок.

У сфері сільського господарства банк розширить доступ до фінансування, в т. ч. доступ для малих фермерів, шляхом подальшого розвитку системи складських документів, впровадження та розробки нового фінансового інструменту, пов'язаного з майбутнім врожаєм, для фінансування фермерів до збору врожаю та інших ринкових інструментів для товарних угод, і сприяння їхньому використанню.

§ 4. Напрями залучення іноземних інвестицій

Для здійснення перетворень в економіці України потрібні значні інвестиції. Потреба в них для цілей реформування і перебудови постійно зростає в результаті необхідності відновлення діючих виробничих фондів. У такій ситуації за практично повної відсутності власних коштів велике значення мають іноземні інвестиції як додаткове неінфляційне джерело фінансування.

Економічний розвиток країн з перехідною економікою і країн, що розвиваються, обмежено неспформованістю ринкового механізму і вузь-

кістю капітальної бази. Країни зі зрілою ринковою економікою можуть розвиватися за рахунок нагромадженого капіталу при всіляких нормах внутрішнього нагромадження, але країни, що розвиваються, не можуть дозволити собі такої “розкоші”. Висока внутрішня норма заощаджень і нагромаджень є необхідною умовою економічного зростання.

Загальновідомо, що планування економічного зростання в країнах, що розвиваються, неможливе у сучасних умовах без допущення іноземного капіталу в економіку країни. На сьогодні вже добре відомі позитивні наслідки прямого іноземного інвестування для країн-реципієнтів – здійснення технологічного прориву Тайванем, Південною Кореєю, економічне зростання країн Латинської Америки, пожвавлення економіки постсоціалістичних країн Центральної та Східної Європи. Інвестиційний процес в країні не є статичним і перебуває у постійній динаміці як на зовнішньому, так і на внутрішньому рівнях. Постійні зміни у світових потоках капіталів, глобалізаційні і трансформаційні процеси неминуче впливають на інвестиційне позиціонування окремої країни у світовому середовищі та на внутрішні наслідки інвестування.

Зв’язок між відкритістю і привабливістю економіки для прямого іноземного капіталу та її розвитком полягає не в ідеально ізольованій моделі – паралельно додаються впливи внутрішніх чинників (потенціалів) економіки, які в транзитивних економіках мають системний характер.

Після того, як інвестор прийняв рішення про доцільність початку роботи в якій-небудь країні, йому необхідно вибрати спосіб виходу на цей ринок. Для вироблення стратегії входження на ринок йому необхідно сформулювати:

- цілі входження на ринок (для чого виходити на цей ринок);
- час входження (коли починати роботу на ринку);
- модель входження (яку юридичну форму вибрати);
- визначення стратегічних цілей присутності в цій країні.

Щодо стратегічних цілей, то виділяють чотири основних типи стратегічних цілей:

- 1) створення нового ринку збуту;
- 2) доступ до ресурсів;
- 3) доступ до знань і технологій;
- 4) координація дій.

Створення нового ринку збуту є тоді, коли цей ринок характеризується високим зростанням або великим масштабом. Перевага доступу до ресурсів ґрунтується на присутності в країні необхідних для інвестора ресурсів. Це можуть бути корисні копалини, сільськогосподарські землі або трудові ресурси (дешева і кваліфікована робоча сила). Цілі доступу до знань і технологій присутні тоді, коли інвестор може отримати вигоду від доступу до спеціальних знань або навичок у високорозвинутих галузях економіки в цій країні. Ціль “координація дій” можлива тоді, коли ця країна розглядається як центр координації дій компанії в конкретному регіоні.

Визначення часу входження можна проілюструвати ідеєю про так зване “вікно можливостей”. Ступінь того, наскільки “відкрите вікно”, визначається ризиками і можливостями для компаній на ринку. Так, для компаній, які намагаються створити новий ринок, “вікно можливостей” відкрите, якщо попит у цій країні значний, а конкуренція не дуже розвинута.

Для компаній, які намагаються отримати доступ до ресурсів, “вікно можливостей” буде відкритим, якщо виникає можливість придбання прав на ці ресурси, і закритим, якщо на ринку працюють сильні конкуренти, ще акумулюють існуючі ресурси.

Відкрите “вікно можливостей” може мати такі фази:

- рання фаза – на цій фазі інвестиції в країну не будуть приносити довгострокові прибутки через слабку купівельну спроможність населення і відсутність попиту на даний продукт або сервіс;
- фаза відкритого вікна – ця фаза виникає тоді, коли ринок починає швидко розвиватися, але конкурентний “ландшафт” ще не сформований. Компанії, які перші виходять на ринки країн, що розвиваються, отримують найбільші конкурентні переваги, але водночас обтяжені значними ризиками;
- фаза зростання конкуренції – ця фаза є, якщо різні компанії, що скористалися перевагою “відкритого вікна”, ведуть боротьбу за квоти ринку за ситуації швидкого зростання. Вихід на дану стадію доволі ризикований і вимагає значних ресурсів;
- фаза зрілості – конкуренція дуже розвинута і придбання або прямі інвестиції з інноваційним продуктом є єдиним способом входження на ринок.

Моделі входження на іноземний ринок можна побачити на рис. 7.4.

Основні способи входження на ринок, а також чинники, що впливають на визначення моделі входження, наведені на рис. 7.5.

Міжнародна інвестиційна діяльність може здійснюватися за такими основними напрямками (рис. 7.6).

Обмежений контроль	Повний контроль
<i>Високий ступінь контролю</i>	
Спільне підприємство	100 %-е володіння або контрольний пакет акцій
<i>Низький ступінь контролю</i>	
1. Дистрибуторська угода 2. Агентська угода 3. Ліцензування 4. Договір франшизи 5. Представництво	1. Відсутність участі в капіталі

Рис. 7.4. Моделі входження на іноземний ринок



Рис. 7.5. Чинники, що впливають на вибір моделі входження на ринок

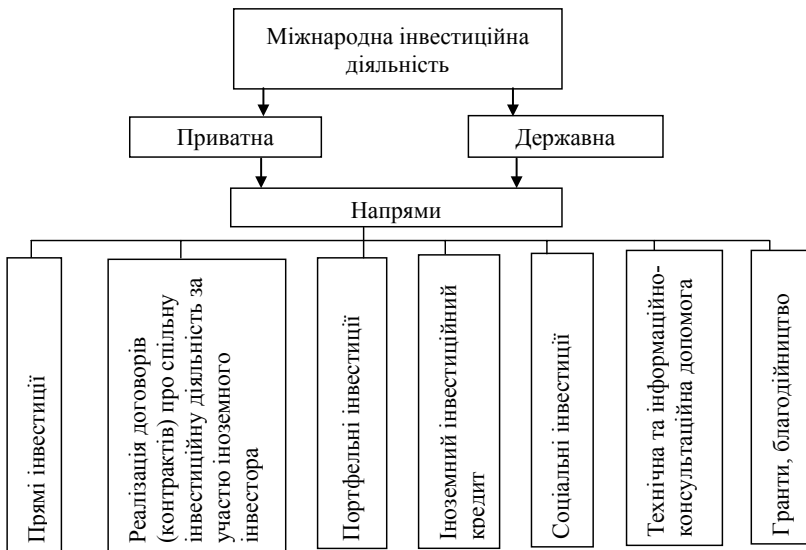


Рис. 7.6. Напрями міжнародної інвестиційної діяльності [4, 424]

Суть приватних іноземних інвестицій полягає в експорті інвестиційного капіталу за кордон у грошовій або товарній формі з метою отримання прибутку чи розширення економічного впливу.

Державні іноземні інвестиції своєю метою мають створення правових, економічних та організаційних умов для сталого розвитку економіки країни, куди вкладаються інвестиції.

Важливим напрямом міжнародної інвестиційної діяльності є прямі інвестиції, які передбачають вкладання коштів у зарубіжні підприємства. Такими прямими інвестиціями є як первинні вкладення, так і реінвестиції, а також всі внутрішньокорпоративні перекази капіталу у формі кредитів і позичок між прямим інвестором і філіями, дочірніми та асоційованими компаніями.

Таким чином, за визначенням МВФ, прямі іноземні інвестиції – це вкладання капіталу за національними межами з метою розширення виготовлення товарів і надання послуг шляхом організації виробництва та придбання товарів для імпорту у власну країну чи експорту для третіх країн.

Прямі іноземні інвестиції можуть бути вертикальними, коли вкладення здійснюються у ті сфери та галузі, що належать до різних стадій виробництва окремого продукту, а також горизонтальними, коли вони здійснюються за кордон, але в межах однієї галузі.

Портфельними інвестиціями вважаються вкладання в акції зарубіжних підприємств (без придбання контрольного пакета), облигації та інші цінні папери іноземних держав, міжнародних валютно-кредитних організацій з метою отримання підвищеного доходу за рахунок податкових пільг, зміни валютного курсу і т. п.

За допомогою іноземних портфельних інвестицій можуть бути вирішені такі проблеми:

- 1) врівноваження платіжного балансу;
- 2) вирівнювання доходності;
- 3) підвищення ліквідності фінансових інструментів;
- 4) розвиток інфраструктури фінансового ринку.

Для України значення іноземних інвестицій сьогодні важко переоцінити. Маючи зменшення доходів бюджету та зростаючий дефіцит, Україна потрапляє під борговий прес. У такому разі збільшення інвестиційних потоків могло би стати справжнім порятунком для України. Однак дуже знизилась довіра з боку іноземних інвесторів.

Так, обсяг внесених з початку інвестування в економіку України прямих іноземних інвестицій на 01 липня 2013 р. становить 55,3 млрд. дол. Левову частку у внесених інвестиціях мають країни Європейського Союзу – 42,8 млрд. доларів, або 77,4%. З країн СНД обсяг інвестицій становить 4,37 млрд. дол., або 7,9%. Значна частина інвестиційних ресурсів зосереджена в установах фінансової та страхової діяльності. Окрім проблеми уповільнення припливу інвестицій, варто звернути увагу на їх нерівномірний розподіл серед регіонів України. Найбільші за обсягом інвестиції зареєстровано у Києві – 23,4 млрд. дол. Наступними за обсягами інвестицій є Дніпропетровська – 8,8 млрд. дол., Донецька – 3,2 млрд. дол., Харківська – 2,2 млрд. дол., Львівська – 1,67 млрд. дол., та в Одеській області – 1,66 млрд. дол. від загального обсягу прямих іноземних інвестицій.

На тлі зростання обсягу інвестицій в країнах ЄС в Україні загострюється проблема їх відпливу. Так, якщо на 1 квітня 2012 р. обсяг

прямих іноземних інвестицій з Німеччини скоротився на 1,3 млрд. дол., то на 1 липня 2013 р. він зменшився до 6,2 млрд. дол.

У світовій практиці відплив інвестицій характерний для розвинутих країн, які є місцем “прописки” найбільш потужних світових корпорацій, що постійно скуповують активи в різних країнах. Для країн, що розвиваються, навпаки, більш характерний приплив прямих іноземних інвестицій.

§ 5. Державна політика у сфері іноземного інвестування

Ефективність і стан інвестиційної діяльності в країні залежить від відповідної державної і регіональної інвестиційної політики, результативність якої зумовлюється наявністю чіткого механізму її реалізації. Відповідно, дослідження проблем інвестування економіки завжди перебуватиме в центрі уваги економічної науки. У сучасних умовах господарювання інвестиції мають вплив на всі галузі економіки, є найважливішим засобом забезпечення умов становлення економіки країни, структурних зрушень у галузях економіки, засобом забезпечення технічного прогресу, а також одним із механізмів соціально-економічних перетворень. У цьому контексті іноземні інвестиції допомагають вирішенню проблеми недостатності власних грошей як джерела фінансування. Ефективно їх використовуючи, країна може не тільки компенсувати нестачу внутрішніх інвестиційних ресурсів, а й підвищити ефективність виробництва та конкурентоспроможності вітчизняної продукції завдяки введенню новітніх технологій та аналізу прогресивного досвіду управління інших країн світу. Саме залучення іноземних інвестицій виводить країну на світові ринки, налагоджує зв'язки зі світовою економікою та допомагає вийти із кризи. Отже, без збільшення іноземних інвестицій в Україну національна економіка не зможе покращити свій стан та ефективно увійти в сучасну світову господарську систему.

Міжнародна інвестиційна діяльність зумовлюється розвитком господарських зв'язків між країнами світу. Вона залежить як від об'єктивних економічних законів, так і від політико-економічної мети діяльності держав у світовому політичному й економічному просторі. Ці чинники сут-

тево позначаються на інтенсивності та напрямках міжнародної міграції капіталів. Відтак, міжнародна інвестиційна діяльність значною мірою залежить від державної політики. Своїми діями держава може суттєво загальмувати або прискорити інвестиційні процеси. Економіка жодної країни не може нормально розвиватися, а інвестиції не вкладатимуться, якщо держава не забезпечила відповідні умови для цього.

Світовий досвід країн з розвинутою ринковою економікою показує, що в умовах реформування економіки, в кризових ситуаціях роль держави зростає, а в умовах стабільності і поживлення – знижується, але ніколи не припиняється. У всіх випадках держава повинна дотримуватися основного правила – так впливати на інвестиційну діяльність і економіку країни, щоб не зруйнувати ринкові засади та не допускати кризових явищ.

Заходи державної політики в сфері іноземного інвестування мають бути синхронізованими з масштабами і напрямками ринкової трансформації. Необхідно враховувати сукупність зовнішніх і внутрішніх об'єктивних та суб'єктивних факторів, що можливо лише за наявності дієвої системи державного регулювання.

В Україні створено сприятливе правове поле для здійснення інвестиційної діяльності. Так, інвестиційна діяльність загалом і зокрема міжнародна її складова регулюється такими Законами України, як: “Про інвестиційну діяльність”, “Про режим іноземного інвестування”. Цим не повним переліком нормативної бази забезпечується державна гарантія захисту інвестицій, відшкодування збитків, повернення інвестицій іноземному інвестору в натуральній формі або у валюті інвестування без сплати мита та застосування національного режиму валютного регулювання і справляння податків на території України до суб'єктів підприємницької діяльності, створених за участю іноземних інвестицій.

Державне регулювання іноземного інвестування має ґрунтуватися на таких принципах:

- взаємна відповідальність іноземних інвесторів і держави;
- дотримання основних прав і свобод іноземних інвесторів;
- юридична відповідальність іноземних інвесторів за порушення законодавства або міжнародних договорів;

- удосконалення нормативно-правової бази щодо іноземних інвестицій;
- заохочення іноземних інвесторів, які спрямовують інвестиційні ресурси у програми (проекти), визначені державою як пріоритетні.

Зміст державного регулювання іноземного інвестування визначається характером функцій, що реалізуються у процесі цієї діяльності. Функції державного регулювання іноземного інвестування поділяються на загальні і спеціальні.

Загальні функції характерні для всієї системи управління економікою, тому їх існування не пов'язане з конкретним суб'єктом управління. До цих функцій належать такі:

- інформаційна функція державного регулювання іноземного інвестування реалізується через інформування відповідних органів та інвесторів;
- керівна функція регулювання іноземного інвестування реалізується органами державної влади та управління у процесі розпорядчої діяльності з метою чіткого та однакового виконання вимог законодавства та завдань економічної політики суб'єктами на різних рівнях;
- функція прогнозування і планування у процесі державного регулювання іноземного інвестування реалізується, як правило, на національному рівні і полягає в моделюванні ймовірних варіантів майбутнього стану інвестиційного клімату;
- організаційна і координаційна функції державного регулювання іноземного інвестування реалізується органами державної влади шляхом: організації діяльності іноземних інвесторів на основі національних стандартів обліку і звітності; проведення семінарів, “круглих столів”, конференцій за участю іноземних інвесторів; координацій взаємодії іноземних інвесторів із державними органами у процесі реалізації конкретних програм і проектів;
- контрольна функція державного регулювання іноземного інвестування полягає в контролі діяльності іноземних інвесторів з боку державних органів влади.

Спеціальні функції притаманні тільки державному регулюванню іноземного інвестування. Їх можна поділити на дві групи:

1. Функції щодо залучення іноземних інвестицій:

- формування політики щодо залучення іноземних інвестицій;
- участь у міжнародному економічному співробітництві, у роботі міжнародних економічних і фінансових організацій з метою залучення іноземних інвестицій;
- укладення міжнародних угод з питань іноземного інвестування;
- визначення пріоритетних напрямів інвестиційної політики;
- здійснення обліку інформації стосовно іноземних інвестицій;
- створення сприятливих умов для діяльності іноземних інвесторів.

2. Функції щодо використання іноземних інвестицій:

- організація експертизи інвестиційних проектів і програм;
- організація збору, вивчення і узагальнення пропозицій щодо надання й отримання іноземних інвестицій;
- ведення обліку заявок іноземних інвесторів та українських суб'єктів господарювання на участь в інвестиційних проєктах;
- здійснення реєстрації інвестиційних проектів і програм.

Державна політика щодо залучення іноземного капіталу здійснюється Кабінетом Міністрів України спільно з НБУ та регулюється Верховною Радою України.

В управлінні іноземним інвестуванням беруть участь органи місцевих державних адміністрацій у межах делегованих їм повноважень, особливо під час розробки програм соціально-економічного розвитку регіонів, створення спільних підприємств, вільних економічних зон тощо.

Інвестиційні процеси характеризуються суперечливими тенденціями і проблемами, серед яких: диспропорційність розподілу інвестиційних ресурсів, низька ефективність використання залучених інвестицій, неефективна реалізація цільових програм, незначний економічний та соціальний результат від капіталовкладень для економіки – насамперед через те, що інвестиції вкладаються до сфер зі швидким оборотом капіталу, а також незалученість значного обсягу потенційних інвестиційних ресурсів до виробничого процесу, нерозвиненість фондового ринку, обмежені можливості іпотечного кредитування, що позбавляє економіку можливостей акумуляції суттєвої частини потенційних інвестиційних ресурсів.

Отже, пріоритетними шляхами вирішення проблем іноземного інвестування мають бути:

- покращення інвестиційного клімату шляхом удосконалення загального (податкового, земельного, корпоративного, митного) та спеціального законодавства, що регулює відносини при здійсненні інвестування відповідно до європейських норм;
- реалізація інвестиційних проектів за принципом “єдиного вікна”;
- розвиток інвестиційного ринку та інвестиційної інфраструктури, а саме: становлення індустрії прямого інвестування та венчурного капіталу, створення умов для залучення інвестицій на ринках капіталу;
- запровадження економічного механізму страхування ризиків іноземного інвестування;
- створення сучасної системи державних гарантій захисту іноземних інвестицій та врегулювання комерційних спорів між суб’єктами інвестиційного процесу;
- посилення відповідальності за порушення порядку видачі документів дозвільного характеру;
- прискорення здійснення митного оформлення товарів та інших предметів, що переміщуються через митний кордон України;
- забезпечення рівних умов для участі іноземних інвесторів у конкурсах з одержанням ліцензій на використання природних ресурсів;
- спрощення контролю за зовнішньоекономічною діяльністю, передбачивши, зокрема, продовження строків повернення валютної виручки, пом’якшення спеціальних санкцій;
- застосування окремих видів особливих режимів економічної діяльності, зокрема створення індустріальних та технопарків;
- поширення найбільш привабливих та перспективних пропозицій серед потенційних інвесторів;
- активізація роботи органів виконавчої влади в підборі та підготовці вільних земельних ділянок не сільськогосподарського призначення для передачі інвестором на конкурсних засадах під реалізацію інвестиційних проектів;
- інформаційно-аналітичне забезпечення суб’єктів зовнішньоекономічної діяльності;
- підвищення рівня організації презентаційної діяльності.

Контрольні питання

1. Чим пояснюється необхідність залучення іноземних інвестицій?
2. Які правові основи залучення іноземних інвестицій?
3. Розкрийте зміст та специфіку іноземних інвестицій.
4. Охарактеризуйте зміст міжнародної інвестиційної діяльності та її чинники.
5. Охарактеризуйте основні види та форми іноземних інвестицій.
6. Визначте мотивацію, канали та інфраструктуру міжнародного інвестування.
7. Визначте напрями міжнародної інвестиційної діяльності.
8. Що приваблює до вільної зони іноземних інвестицій?
9. Види іноземних інвестицій в українську економіку та їх характеристика.
10. Чим для України корисні іноземні інвестиції?
11. В які галузі України переважно вкладається капітал іноземних інвесторів?
12. Охарактеризуйте прямі іноземні інвестиції.
13. Дайте характеристику портфельним іноземним інвестиціям.
14. Охарактеризуйте основні функції міжнародних фінансово-кредитних установ та організацій на інвестиційному ринку.
15. Дайте характеристику стану міжнародної інвестиційної діяльності в Україні.
16. В чому полягає суть державної політики в сфері іноземного інвестування?
17. Охарактеризуйте основні функції державного регулювання іноземного інвестування.
18. Через які інституції здійснюється державна політика щодо залучення іноземного капіталу в Україну?

Дослідницькі завдання

1. *Форми здійснення прямих інвестицій в Україні.*
2. *Роль і призначення транснаціональних компаній (ТНК) на ринку міжнародного руху підприємницького капіталу.*
3. *Іноземний інвестиційний кредит.*
4. *Нетрадиційні механізми комерційного кредиту у фінансуванні інвестиційних проектів.*
5. *Приватні іноземні інвестиції соціальної спрямованості.*
6. *Організація проектного фінансування в Україні через механізм кредитних ліній.*
7. *Спеціальні економічні зони в Україні.*

Ключові поняття

Іноземні інвестиції, іноземні інвестори, міжнародна інвестиційна діяльність, прямі іноземні інвестиції, портфельні інвестиції, іноземний інвестиційний кредит, міжнародні фінансово-кредитні інститути, Світовий банк, Європей-

ський банк реконструкції та розвитку, спеціальні економічні зони, державна політика щодо залучення іноземного капіталу.

Рекомендована література

1. Рогач О. Міжнародні інвестиції: Теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій : підручник / О. Рогач – К. : Либідь, 2005. – 720 с.
2. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом / А. А. Пересада – К. : Лібра, 2002.– 472 с.
3. Черкасов В. Е. Международные инвестиции : учебно-практ. пособ / В. Е. Черкасов – М. : Дело, 1999.– 160 с.
4. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / Т. В. Майорова. – К. : Центр учбової літератури, 2009.– 472 с.
5. Лукасевич И. Я. Инвестиции : учебник / И. Я. Лукасевич – М. : Вузовский учебник: ИНФРА-М, 2011.– 413 с.
6. Вахрин П. И. Инвестиции : учебник / П. И. Вахрин, А. С. Нешиной – [3-е изд., перераб. и доп.]– М. : Издат.-торг. корпорация “Дашиков и К^о”, 2005.– 380 с.
7. Ткаченко И. Ю. Инвестиции : учеб. пособие [для студ. высш. учеб. заведений] / И. Ю. Ткаченко, Н. И. Малык. – М. : Издат. центр “Академия”, 2009. – 240 с.
8. Ивасенко А. Г. Инвестиции : источники и методы финансирования / А. Г. Ивасенко, Я. И. Никонова. – [3-е изд., переработ. и доп.] – М. : “Омега-Л”, 2009. – 261 с.

Нормативно-правові акти

1. Закон України “Про режим іноземного інвестування” від 19.03.1996 р.
2. № 94/86-ВР.
3. Закон України “Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон” від 13 жовтня 1992 року, № 2673-ХІІ.
4. Закон України “Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності” від 15.06.1999 р., № 977.
5. Закон України “Про внесення змін до деяких законів України щодо створення та функціонування спеціальних (вільних) економічних зон і запровадження спеціальних режимів інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку” від 7 лютого 2002 року, № 3036-ІІІ.
6. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій” від 07.08.96 р., № 928.
7. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Програми розвитку інвестиційної діяльності на 2002-2010 роки” від 28.12.2001 року, № 1801.

8. *Постанова Правління НБУ “Про врегулювання питань іноземного інвестування в Україну” від 10.08.2005 р., № 280.*
9. *Постанова Правління НБУ “Про порядок здійснення в грошовій формі іноземних інвестицій в Україні та повернення іноземному інвестору його інвестицій, а також репатріації прибутків, доходів, інших коштів, одержаних від інвестиційної діяльності в Україні” від 14.10.2004 р., № 482.*

Інтернет-ресурси

Світовий банк	http://www.worldbank.org
Європейський Союз	http://europa.eu
Європейський інвестиційний банк	http://www.eib.org
Європейський банк реконструкції та розвитку	http://www.ebrd.com

РОЗДІЛ VIII

ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПРОЕКТУВАННЯ

1. Економічний зміст інвестиційних проектів.
2. Організація проектування в будівництві.
3. Техніко-економічне обґрунтування інвестиційного проекту.
4. Міжнародні стандарти управління проектами.

§ 1. Економічний зміст інвестиційних проектів

Будь-який намір інвестування має супроводжуватися програмою його реалізації. У випадку залучення коштів зовнішніх позичальників чи інвесторів план здійснення інвестицій є обов'язковим, тому що систематизована відповідним чином програма дає їм змогу прийняти адекватне рішення з огляду на прагнення максимізації прибутку та мінімізації ризику неповернення коштів. Такі програми найчастіше формулюються у вигляді інвестиційних проектів. Проект є організаційною формою реалізації процесу інвестування. У цьому понятті зосереджені як стратегічне планування інвестиційної діяльності, так і практична реалізація щоденного оперативного керування нею. У прийнятих нормативних актах в Україні можна зустріти різноманітне трактування суті інвестиційного проекту (табл. 8.1).

Для того, щоб повніше охопити багатofункціональність поняття “проект”, визначимо інвестиційний проект у двох аспектах: як документ і як конкретні дії інвестора щодо реалізації своїх інвестиційних намірів.

Інвестиційний проект – це спеціальним способом підготовлена документація, що містить максимально повний опис і обґрунтування всіх особливостей майбутнього інвестування. У такому розумінні проект є документованим інвестиційним планом.

Інвестиційний проект – це комплекс заходів, що здійснюються інвестором з метою реалізації свого плану нарощування капіталу. Дії ін-

Таблиця 8.1

Трактування суті інвестиційного проекту

№ з/п	Зміст інвестиційного проекту	Нормативно-правовий акт
1	Комплекс організаційно-правових, фінансових та інженерно-технічних заходів, що здійснюються суб'єктами інвестиційної діяльності відповідно до планово-розрахункових документів, які містять обґрунтування необхідності здійснення таких заходів.	Закон України “Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом “єдиного вікна”. (ст. 1), м. Київ, 21 жовтня 2010 року, № 203-VI
2	Сукупність цілеспрямованих організаційно-правових, управлінських, аналітичних, фінансових та інженерно-технічних заходів, які здійснюються суб'єктами інвестиційної діяльності та оформлені у вигляді планово-розрахункових документів, необхідних та достатніх для обґрунтування, організації та управління роботами з реалізації проекту. Розробленню інвестиційного проекту може передувати розроблення проектної (інвестиційної) пропозиції.	Закон України “Про інвестиційну діяльність” (ст. 2), м. Київ, 18 вересня 1991 року, № 1560-XII
3	Проект, реалізація якого передбачається на умовах фінансової самоопукності та у рамках якого погашення і обслуговування позики здійснюється за рахунок коштів бенефіціара, або проект розвитку інституціональної спроможності органу виконавчої влади, установи чи організації, у рамках якого погашення та обслуговування позики здійснюється за рахунок коштів держбюджету.	Кабінет Міністрів України, Постанова “Про порядок ініціювання, підготовки та реалізації проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями” (Порядок, п. 2) від 26 листопада 2008 р., № 1027, м. Київ.
4	Сукупність організаційних, фінансових та технічних заходів, які здійснюються суб'єктами інвестиційної діяльності, з будівництва нового аеровокзалу Аеропорту та управління Аеропортом.	Кабінет Міністрів України, Постанова “Деякі питання залучення інвестицій для будівництва нового аеровокзалу державного підприємства “Міжнародний аеропорт “Львів” (Порядок проведення аукціону із залучення інвесторів до будівництва нового аеровокзалу державного підприємства “Міжнародний аеропорт “Львів”, п. 3) від 22 липня 2009 р., № 763, м. Київ.
5	Проект, що фінансується банком безпосередньо або через посередника та реалізується на території України або фінансування здійснюється банком на території України.	Кабінет Міністрів України, Постанова “Про затвердження Порядку підтвердження належності пропозицій стосовно фінансування інвестиційних проектів, що підтримуються Північним інвестиційним банком або Європейським інвестиційним банком, до сфери дії рамкових угод між Україною і такими банками (Порядок, п. 2) від 15 серпня 2012 р., № 751, м. Київ.
6	Проект, реалізація якого передбачається на умовах фінансової самоопукності та у рамках якого погашення і обслуговування позики здійснюється за рахунок коштів бенефіціара, або проект розвитку інституціональної спроможності органу виконавчої влади, установи чи організації, у рамках якого погашення та обслуговування позики здійснюється за рахунок коштів держбюджету.	Міністерство фінансів України. Наказ “Про затвердження Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій” (Порядок, розд. 1, п. 1) 01.04.2003 р., № 247

вестора мають бути оптимальними для досягнення поставлених цілей при обмежених часових, фінансових і матеріальних ресурсах. Водночас є багато інших визначень проекту залежно від їх призначень.

Проект – задум, ідея, образ, що втілені у форму описів, розрахунків, креслень, які розкривають цей задум і можливість їх практичної реалізації.

Проект економічний – програма дій, заходів із здійснення конкретного соціально-економічного задуму, наприклад, із освоєння видобування корисних копалин, оновлення виробництва, випуску нових товарів.

Проект будівельний, технічний – образ наміченого до створення об'єкта, який представлений у вигляді комплексу креслень, схем розрахунків, обґрунтувань, архітектурно-планової та кошторисної документації.

Креслення проекту – представлені у вигляді графічного зображення будинків, споруд і окремих їх частин, а також планування розміщення основного обладнання, схем електропостачання та ін. За допомогою креслень проекту відтворюються основні параметри об'єкта (розмір і геометрична форма будинків, їхня кількість поверхів, внутрішнє планування та ін.).

Кошторис – документ, на базі якого визначається вартість будівництва і розмір фінансування будови, а також здійснюються розрахунки між замовником і підрядником, тобто кошторис визначає ціну готової будівельної продукції.

Розрахунки – супроводжуються пояснювальними записками, які дозволяють отримати чітке уявлення про об'єкт, його окремі частини і прийняті рішення.

Проектна документація визначає вартість будівництва об'єкта, затрати трудових і матеріальних ресурсів для здійснення наміченого будівництва.

Таким чином, у проектах та кошторисах визначаються загальнодержавні технічні вимоги до якості об'єктів (в т. ч. надійність і довготривалість конструкцій), вартість та інші техніко-економічні показники. На підставі проектів організується робота із будівництва об'єктів, тому будівництво без проектів і кошторисів не дозволяється.

Для реального інвестування важливе місце відводиться інвестиційному проекту, який представлений у вигляді інвестицій у під-

вищення ефективності і розширення виробництва, створення нових підприємств та заради задоволення вимог державних органів управління.

За ознакою використання проекти поділяються на два види: індивідуальні і типові.

Індивідуальні проекти розробляються загалом для одноразового використання. За індивідуальними проектами зводять об'єкти унікальних будинків і споруд. Повторно використовують індивідуальні об'єкти економічно доцільних проектних рішень об'єктів будівництва немасового призначення.

Типові проекти – розробляються для багаторазового їх використання у будівництві об'єктів масового призначення.

Типове проектування скорочує терміни розроблення проектів і здешевлює їх. Одночасно покращується якість проектування. Помилки первісного проекту виявляються вже під час першого їх застосування, що дає можливість уникнути їх у майбутньому. Типове проектування є важливим засобом забезпечення єдиної технічної політики в капітальному будівництві, а застосування типових деталей дозволяє прискорити будівництво і знизити затрати на будівництво будинків і підприємств.

Значення проектів полягає в наступному:

1. Проект є основним документом, за яким здійснюється організація будівництва будинків, підприємств, споруд та інших об'єктів. Проекти (типові й індивідуальні) завжди складаються до початку будівельних робіт, тому вони є основою організацій і планування будівництва.

2. Проектування суттєво впливає на розвиток технічного прогресу галузі. Під час розробки проектів підприємств максимально використовуються досягнення науки і техніки. Проектування є за суттю цією ланкою технічного прогресу, яка зв'язує науку з виробництвом, тому що через проекти реалізуються наукові досягнення в галузі технічного і соціального прогресу, що дозволяє отримати високий економічний ефект.

3. У проекті можна отримати відповідь на питання: яке потрібно обладнання, скільки потрібно металу, лісоматеріалів, труб та

інших будівельних матеріалів, деталей, конструкцій, значення про яких необхідне для забезпечення будівельного виробництва.

4. Проект і кошторис є документами, на підставі яких здійснюється фінансування та кредитування будівництва об'єктів на весь період їх спорудження.

5. Проект призначений для проведення на його основі будівельних і монтажних робіт.

Об'єкти проектування надзвичайно багатогранні. Незважаючи на велику багатогранність об'єктів, які проектуються, процес проектування здійснюється на основі загальних принципів, дотримання яких є важливою передумовою забезпечення високого технічного й економічного рівня проектних рішень.

До таких загальних принципів проектування належить:

1. **Послідовність проектування.** Розроблення проектно-кошторисної документації здійснюється з використання дедуктивного методу, тобто одним з його принципів є послідовність проектування від загального до детального. В процесі проектування послідовно вирішують спочатку загальні питання обґрунтування доцільності будівництва, пізніше – визначення основних технологічних, конструктивних, архітектурних та інших рішень з подальшою деталізацією проекту. Цей принцип зумовлює порядок проектування за станами і стадіями із врахуванням завдань, які вирішуються на кожному етапі і стадії, а також склад проектних матеріалів, що розробляються на окремих етапах і стадіях проектування.

2. **Варіантність проектування.** З метою підвищення економічної ефективності капітальних вкладень проектування ведеться методом розроблення декількох варіантів. Пізніше із них за техніко-економічними показниками вибирається оптимальний варіант, який дозволяє отримати максимальний ефект при мінімумі затрат суспільної праці.

3. **Комплексність проектування.** Цей принцип проектування передбачає розроблення у взаємозв'язку всіх частин проекту – технологічних, архітектурно-будівельної, санітарно-технічної, кошто-

рисної та ін. Комплексність проектування – одна із найважливіших вимог організації проектування підприємств.

4. Застосування єдиних норм проектування. Норми будівельного проектування є необхідною базою для розроблення проектів і мають велике значення для підвищення якості проектування і створення економічних проектів.

Дуже часто в економічній літературі, в тому числі і банківській, зустрічаються спроби поставити знак рівності між інвестиційним проектом і бізнес-планом. З цим не можна погодитися, тому що інвестиційний проект і бізнес-план його практичної реалізації – це далеко не одне і теж. Так, бізнес-планом вважається стандартний документ, у якому детально обґрунтовується концепція призначеного для реалізації реального інвестиційного проекту і наводяться основні його технічні, економічні, фінансові та соціальні характеристики. Завдяки бізнес-плану вдається з'ясувати життєздатність проекту за умов ринкової конкуренції, він містить орієнтири подальшого розвитку підприємства, а також є підставою для отримання фінансової підтримки від зовнішніх інвесторів.

Будь-який проект обов'язково має такі ознаки:

- **опис мети** (потреби, проблеми, можливості). Визначення користувачів результатів та наслідків. Спосіб контролю та оцінки досягнення мети. Особа, яка несе відповідальність за все це;
- **план узгоджених заходів**, засобів, ресурсів, що потребують чіткої координації у процесі реалізації проекту;
- **часові параметри** і терміни початку й завершення проекту. Проект вважається завершеним, коли досягнута його основна мета;
- **ступінь унікальності проекту**. Кожний проект має відмінні риси. Не існує ідентичних проектів, навіть якщо вони передбачають виконання однакових дій.

Відповідно, для ідентифікації та промоції особливе значення має назва проекту (рис. 8.1).

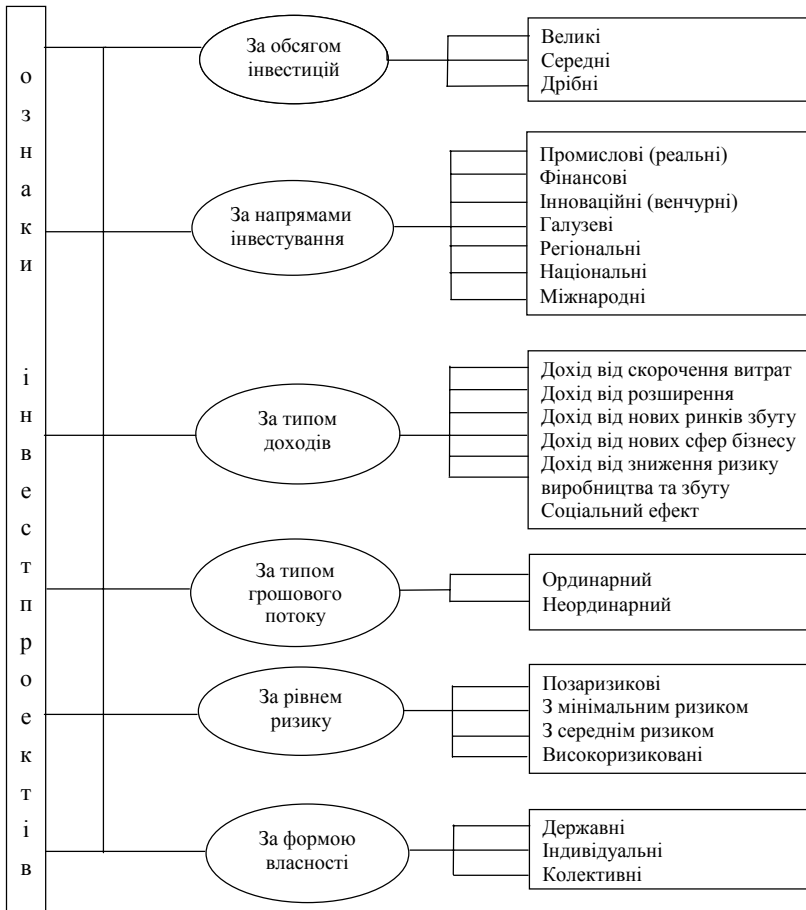


Рис. 8.1. Класифікація інвестиційних проектів

§ 2. Організація проектування в будівництві

Проектування будівництва підприємств, будинків, споруд є дуже складним творчим процесом. В ньому беруть участь дослідники, архітектори, конструктори, проектувальники, економісти-фінансисти. Процес проектування об'єктів поділяється на 3 етапи. Приблизна схема організації проектування наведена в табл. 8.2.

Таблиця 8.2

Схема організації проектних робіт по етапах

Етапи робіт	Підстава	Виконавці
Етап 1. Перед проектні роботи		
1.1. Розроблення техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) або техніко-економічного розрахунку (ТЕР)	План капітальних вкладень. Постанова (наказ організації-забудівника)	Замовник або за його дорученням проектна або науково-дослідна організація
1.2. Укладання договору на проектування	Пропозиції замовника	Замовник і проектна організація
Етап 2. Проектні роботи		
2.1. Дослідження	Замовлення і договір	Проектна організація
2.2. Розроблення проекту за стадіями	Завдання (замовлення) на проектування, інструкції з розроблення проектів і договорів	Проектна організація
Етап 3. Експертиза і затвердження проекту		
3.1. Експертиза проекту	Інструкції про порядок розроблення проектів і Інструкція з експертизи проектів	Проектна організація. Відділ експертизи проектів.
3.2. Затвердження проекту	Інструкція про порядок розроблення проектів	Проектна організація. Затвердження проекту відповідною організацією

До першого етапу – передпроектні роботи – входять: розроблення техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) необхідності, доцільності й ефективності проектування і будівництва підприємств (будинків) або підготовки техніко-економічного розрахунку (ТЕР). Для цього проводиться попередня робота із збору і підготовки вихідних даних. Етап включає в себе і укладання угоди на проектування. Основним документом, який регулює фінансові та правові відносини між замовником і розробником проектної документації є договір, що укладається між замовником і проектною організацією або іншим підрядником, який отримав у встановленому порядку право (ліцензію) на виконання проектних робіт. До договору додається завдання на проектування.

До другого етапу – проектні роботи – входять і дослідження для розроблення проекту (технічні й економічні) із врахуванням районного планування, забудови, які визначають вибір майданчика. Поетапне розроблення проекту.

Третій етап – експертиза і затвердження проекту. Всі розроблені проекти і кошториси на будівництво підприємств та будинків незалежно від стадійності проектування піддаються експертизі до їх затвердження.

Важливим поняттям в організації проектування в будівництві є поняття “життєвий цикл проекту”, або деколи його називають “проектний цикл”.

Життєвим циклом проекту потрібно вважати проміжок часу між моментом появи проекту і моментом його ліквідації. Вся діяльність, яка спрямовується на максимальне забезпечення проекту, групується за такими видами забезпечення: організаційне, правове, кадрове, фінансове, матеріально-технічне, комерційне (маркетинг), інформаційне. Як і всі перераховані вище, так і багато інших не вказаних видів робіт виконуються під час реалізації проектів взаємозалежно як в часі, так і в просторі. Чіткого та однозначного розподілу цих робіт у логічній послідовності і в часі практично неможливо. Водночас тут є певні закономірності. На рис. 8.2 показано поділ проектного циклу на фази, який рекомендується Світовим банком і підрозділами ООН – UNIDO.

У сьогоденнішніх українських умовах особливого значення набуває грамотне проведення передінвестиційної фази. Для того, щоб забезпечити успішне фінансування конкретного інвестиційного проекту, по-перше, необхідно ретельно розробити концепцію проекту. По-друге, варто оцінити його ефективність. По-третє, потрібно розробити ТЕО інвестицій. І, нарешті, завершити передінвестиційну фазу проекту необхідним розробленням якісного бізнес-плану його практичної реалізації.

Підготовка концепції проекту передбачає формування ідеї реалізації проекту і визначення можливостей такої реалізації. Пізніше необхідно сформулювати основні характеристики проекту, а саме: наявність альтернативних технічних вирішень, попит на продукцію проекту, тривалість його і, зокрема, інвестиційної фази, рівень базових, поточних і прогнозованих цін на продукцію (послуги) проекту, склад-

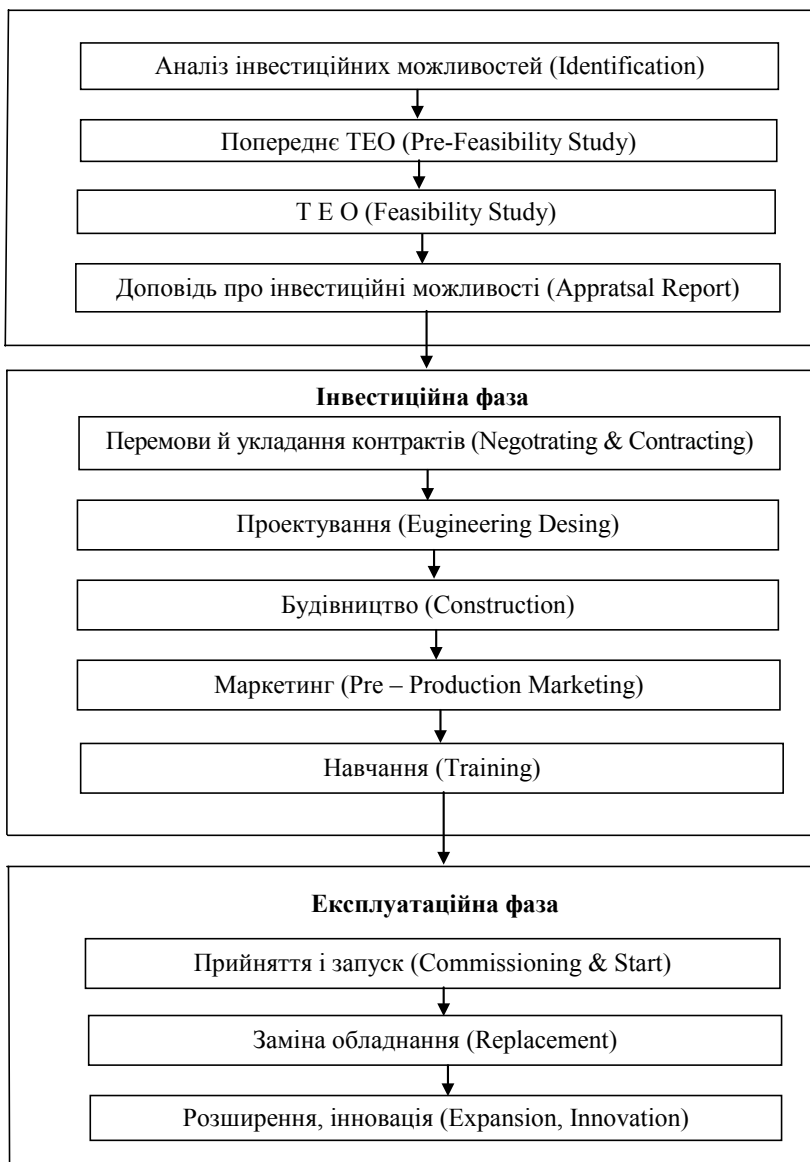


Рис. 8.2. Фази проектного циклу

ність проекту, дозвільна документація, інвестиційний клімат у регіоні реалізації проекту, співвідношення затрат і результатів проекту.

У будівельній сфері в Україні розроблені державні будівельні норми щодо проектної документації (ДБН А.2.2-3-2004 Склад та зміст проектної документації на будівництво).

Проектна документація – це затверджені текстові та графічні матеріали, якими визначаються містобудівні, об'ємно-планувальні, архітектурні, конструктивні, технічні, технологічні рішення, а також кошториси об'єктів будівництва.

Проектування об'єктів здійснюється з дотриманням законодавства України на основі вихідних даних (містобудівних умов і обмежень забудови земельної ділянки, завдання на проектування, інших вихідних даних).

Передпроектні роботи включають:

- розробку попередніх концептуальних архітектурних пропозицій (форескізи);
- розробку пропозицій щодо розміщення об'єктів будівництва на земельних ділянках (обґрунтування місця розміщення, необхідної території та умов будівництва);
- опрацювання технологічної та інженерної характеристики об'єкта;
- складання завдання на інженерні вишукування;
- обміри та обстеження будівель, які підлягають реконструкції, капітальному ремонту або технічному переоснащенню;
- інші види робіт, необхідні для початку процесу проектування.

У відповідності до вітчизняних нормативно-правових актів проектування поділяється на стадії (рис. 8.3).

Для технічно нескладних об'єктів (**I-II** категорія) проектування здійснюється:

- в одну стадію:
 1. Розробляється робочий проект (РП);
- у дві стадії:
 1. Для об'єктів не виробничого призначення розробляється ескізний проект (ЕП), а для об'єктів виробничого призна-

чення та лінійних об'єктів інженерно-транспортної інфраструктури – ТЕО.

2. Робочий проект (РП).

Для об'єктів III категорії складності проектування здійснюється також *у дві стадії*:

1. Проект (П).
2. Робоча документація (РД).

Для технічних складних об'єктів (IV-V категорії) проектування здійснюється *у три стадії*:

1. Для об'єктів невиробничого призначення – ЕП або за відповідного обґрунтування ТЕО, а для об'єктів виробничого призначення та лінійних об'єктів інженерно-транспортної інфраструктури – ТЕО.
2. Проект.
3. Робоча документація.

Категорії складності об'єктів будівництва визначають на основі характеристики можливих наслідків відмови будівлі або споруди (можлива небезпека для життя і здоров'я людей, обсяг можливого економічного збитку, припинення функціонування об'єктів комунікацій тощо). V категорія складності передбачає найвищий рівень небезпеки.

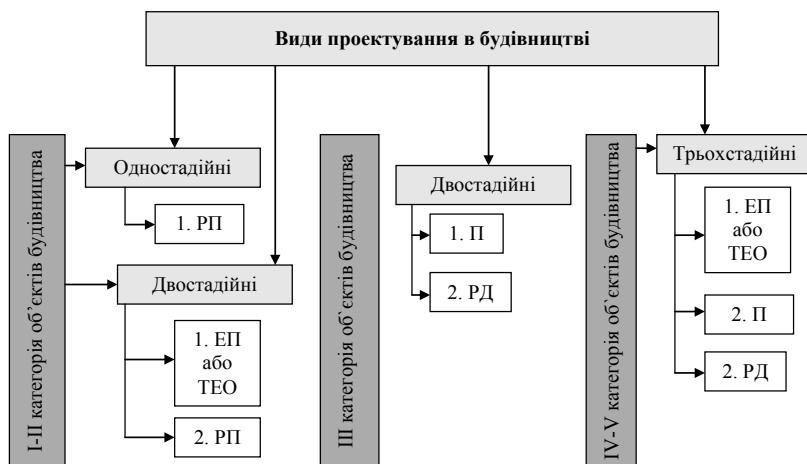


Рис. 8.3. Стадії проектування в будівництві відповідно до нормативно-правових документів України

За відповідного обґрунтування замовник та проектувальник можуть прийняти узгоджене рішення щодо зміни кількості стадій проектування.

Ескізний проект розробляється для принципових визначення вимог до рішень об'єкта, підтвердження можливості створення об'єкта невикробничого призначення. У складі ЕП виконуються розрахунки основних проектних рішень, кошторисної вартості та обґрунтування ефективності інвестицій.

ТЕО – розробляється для об'єктів виробничого призначення, які вимагають детального обґрунтування та визначення варіантів доцільності їх створення.

ТЕР – застосовується для технічно та технологічно нескладних об'єктів виробничого призначення.

Проект – розробляють для визначення рішень об'єкта, кошторисної вартості будівництва. Розділи проекту подають без надмірної деталізації у складі та обсязі, достатньому для обґрунтування проектних рішень та визначення вартості будівництва.

Робочий проект (РП) – розробляється для визначення рішень об'єкта, кошторисної вартості будівництва і виконання будівельних робіт. Застосовується для нескладних об'єктів, а також об'єктів із застосуванням проектів повторного використання (документація, що затверджена на об'єкт або його частину, і використовується повторно при проектуванні іншого об'єкта). Робочий проект є інтегруючою стадією проектування і складається з двох частин:

- 1) затверджувальна частина;
- 2) робоча документація – розробляють для виконання будівельних робіт.

Робоча документація включає робочі креслення; вихідні вимоги щодо розробки конструкторської документації на обладнання; специфікація обладнання, виробів, матеріалів; опитувальні листи та габаритні креслення на обладнання; паспорт опоряджувальних робіт; кошторисна документація. Робоча документація розробляється після затвердження попередньої стадії проектування.

Надалі проектна документація затверджується замовником. Згідно “Порядку затвердження проектів будівництва і проведення

їх експертизи” (Постанова КМУ № 560 від 11.05.2011 р.) при дво- і тристадійному проектуванні проекти будівництва затверджуються на стадії проект та робочий проект і схвалюються на стадії техніко-економічне обґрунтування, техніко-економічний розрахунок та ескізний проект.

Проекти будівництва, що реалізуються із залученням коштів державного та місцевих бюджетів, затверджують:

- Кабінет Міністрів України за поданням центральних органів виконавчої влади, Ради міністрів Автономної Республіки Крим, обласних, Київської та Севастопольської міських держадміністрацій, а також інших органів державної влади та за погодженням з Мінекономрозвитку, Мінфіном і Мінрегіоном - щодо об’єктів загальною кошторисною вартістю 100 млн. гривень і більше, а також щодо об’єктів, проекти будівництва яких реалізуються із залученням кредитів, що надані під державні гарантії.
- центральні органи виконавчої влади, Рада міністрів Автономної Республіки Крим, обласні, Київська та Севастопольська міські держадміністрації та інші органи державної влади – щодо об’єктів загальною кошторисною вартістю від 30 до 100 млн. гривень;
- підприємства, установи та організації державної форми власності – щодо об’єктів загальною кошторисною вартістю до 30 млн. гривень.

Згідно Закону України “Про регулювання містобудівної діяльності” від 17.02.2011 р. № 3038-VI обов’язковій експертизі підлягають проекти будівництва об’єктів, які:

1) належать до IV і V категорій складності, – щодо додержання нормативів з питань санітарного та епідеміологічного благополуччя населення, екології, охорони праці, енергозбереження, пожежної, техногенної, ядерної та радіаційної безпеки, міцності, надійності, довговічності будинків і споруд, їх експлуатаційної безпеки та інженерного забезпечення;

2) споруджуються на територіях із складними інженерно-геологічними та техногенними умовами, – в частині міцності, надійності та довговічності будинків і споруд;

3) споруджуються із залученням бюджетних коштів, коштів державних і комунальних підприємств, установ та організацій, а також кредитів, наданих під державні гарантії, – щодо кошторисної частини проектної документації.

Експертизу проводять експертні організації незалежно від форми власності, що відповідають критеріям, визначеним Мінрегіоном. Інформація про експертні організації, які відповідають критеріям, оприлюднюється зазначеним Міністерством на його офіційному сайті. Експертна організація, яка проводить експертизу, визначається замовником будівництва.

Не підлягають обов'язковій експертизі проекти будівництва об'єктів I-III категорій складності.

§ 3. Техніко-економічне обґрунтування інвестиційного проекту

Вкладенню інвестицій передують підготовка техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) інвестиційного проекту. В інвестиційному процесі цьому стану відводиться значне місце, оскільки чим більше вірогідної та грамотно оформленої інформації про проект матиме інвестор, тим менше він наражатиметься на ризик на етапі реалізації проекту. До початку інвестування доволі тривалим є період переговорів, експертиз, узгоджень, перевірок, предметом яких є ТЕО і які здійснюються майже всіма суб'єктами інвестиційної діяльності.

ТЕО інвестицій є основним документом, який обґрунтовує доцільність і ефективність інвестицій у проект. Під час розробки ТЕО проводиться подальше уточнення і деталізація рішень, які приймалися на попередніх етапах передінвестиційної фази проектного циклу. В ТЕО проробляються технологічні, конструктивні, природоохоронні рішення; оцінюється екологічна, санітарно-епідеміоло-

гічна й експлуатаційна безпека проекту, а також уточняється його економічна ефективність і соціальні наслідки.

Інформація, що міститься в ТЕО інвестицій, використовується засновниками, інвесторами і кредиторами:

- для проведення соціологічних та інших досліджень, референдумів для можливого будівництва об'єктів у даному районі, а також для здійснення необхідних узгоджень і експертиз проектних рішень при попередньому узгодженні місця розміщення об'єкта;
- для підтвердження банку-кредитору або іншій організації, яка є гарантом щодо кредиту, фінансової стійкості і платоспроможності майбутнього підприємства в частині виконання ним боргових зобов'язань;
- при переговорах з державними і місцевими органами влади про надання податкових або інших пільг, а також субсидій;
- при підготовці проспектів емісії акцій.

Розроблення ТЕО інвестицій повинно здійснюватися юридичними і фізичними особами (проектувальниками), які отримали у встановленому порядку ліцензію на виконання відповідних видів проектних робіт, на підставі договору із замовником.

Договір із завдання на розроблення ТЕО інвестицій готується замовником із залученням за необхідності проектувальника. Для вибору пропозицій з боку проектувальників замовник проводить конкурс (торги) на розроблення ТЕО інвестицій.

Правовим документом, який регулює взаємовідносини між замовником і проектувальником, є договір підряду на виконання ТЕО інвестицій.

Спеціалісти підприємства-замовника, зацікавленого в реалізації інвестиційного проекту, повинні уважно підійти до відображення своїх відносин з підрядником (проектантами) у заключних договорах на предмет їх відповідності українському законодавству. Розроблення ТЕО – дуже відповідальний етап. Враховуючи реальну існуючу ситуацію, є достатньо висока ймовірність отримати від проектувальника неякісно оформлене ТЕО. Тому в цьому контексті важливо дотримуватися двох принципів.

Перший – завдання на розроблення ТЕО замовник повинен розробити сам, а якщо виникають проблеми, то необхідно залучити незалежних консультантів і експертів.

Другий – проект договору на розроблення ТЕО повинен ретельно проробитися як на предмет несуперечливості нормам відповідного законодавства, так і в плані чіткого і детального дотримання всіх необхідних вимог, яким повинно відповідати розроблене ТЕО на цей інвестиційний проект.

Якщо не будуть дотриманими ці принципи, то, як показує практика, замовник може отримати або неякісну виконану роботу, або потрапити в конфліктну ситуацію з проектувальником щодо оцінки відповідності виконаної роботи умовам укладеного договору.

Завдання на розроблення ТЕО інвестицій має бути додатком до договору на розроблення ТЕО, тобто бути його невід’ємною частиною.

Важливо також пам’ятати, що структура розділу і зміст ТЕО визначається за взаємною домовленістю замовника і виконавця та має відображатися у договорі.

Незважаючи на те, що сторони самі визначають, що має входити до складу ТЕО інвестицій, можна рекомендувати таку приблизну структуру розділів:

1. **Вихідні дані і загальна інформація до проекту.** В цьому розділі враховуються:

- підстава для розроблення ТЕО інвестицій;
- загальна характеристика об’єкта інвестування;
- основні цілі проекту;
- дані про основних учасників проекту, їх фінансовий стан і правові повноваження їх участі в проекті;
- історія розроблення проекту – що було раніше зроблено, в тому числі і на передінвестиційній фазі, та які результати отримані.

2. **Аналіз ринку продукції.** В цьому розділі мають бути розкриті:

- існуючий розмір і потужності галузі, її місце в національній економіці та можливі перспективи в майбутньому;

- ємкість діючих міжнародних і внутрішніх ринків, їх місцезнаходження, стан попиту та пропозиції;
- можливість появи нових ринків, утворення нових сегментів;
- основні тенденції в динаміці попиту і пропозиції щодо наданих послуг;
- динаміка світових, внутрішніх, оптових і роздрібних цін;
- основні місцеві та зарубіжні конкуренти, рівень конкуренції і можливість створення конкурентних переваг;
- маркетингова програма.

3. **Визначення виробничої потужності підприємства.** До цього розділу включаються:

- виробнича програма випуску продукції;
- визначення взаємозв'язків між обсягом продаж, виробничою потужністю і матеріальними потребами;
- номенклатура продукції, яка буде випускатися, і її споживчі якості для забезпечення конкурентоспроможності;
- відходи виробництва та оцінка впливу виробничої діяльності підприємства на навколишнє середовище.

4. **Матеріальне забезпечення виробництва.** До нього належать:

- забезпечення сировиною, напівфабрикатами і допоміжними матеріалами;
- вибір постачальників, забезпечення безперебійного і якісного постачання;
- інфраструктура, комунальне обслуговування і постачання енергоресурсами;
- визначення цін на матеріали і ресурси, які будуть використовуватися, і орієнтовні розрахунки собівартості продукції підприємства.

5. **Місце розміщення підприємств.** У розділі вказується:

- кількісна і якісна оцінка місця розміщення;
- облік забезпечення сировиною та іншими матеріальними й енергетичними ресурсами;

- відстань до основних ринків збуту, транспортні можливості і затрати на транспортування продукції;
- наявність робочої сили в достатній кількості і необхідної кваліфікації;
- вплив проекту на збільшення зайнятості;
- вплив проекту на розвиток транспортної мережі;
- попередній вибір і оцінка вартості землі.

6. **Аналіз інжиніринга проекту.** В цьому розділі обґрунтовуються основні технічні рішення щодо цього проекту:

- аналіз масштабів підприємства;
- технологія і обладнання, їх відповідність масштабам підприємства, необхідність забезпечення необхідної ефективності виробництва продукції, затрати на їх придбання, монтаж і підготовка до виробництва;
- будівництво будинків і споруд, визначення конструкцій будинків, вибір матеріалів, оцінка вартості будівництва.

7. **Організація виробництва.** Цей розділ включає:

- організаційні аспекти управління виробництвом і реалізація продукції;
- оцінка накладних витрат.

8. **Трудові ресурси.** У розділі розглядаються такі питання:

- потреба в кадрах з розбивкою за професіями і кваліфікацією (включає місцевих та іноземців);
- визначення потреби в навчанні працівників і її вартості;
- визначення умов оплати праці;
- встановлення вартості робочої сили;
- питання соціального розвитку.

9. **Графік здійснення проекту.** В розділ входить:

- складання можливих часових графіків реалізації проекту;
- оцінка витрат реалізації проекту за періодами.

10. **Економічна оцінка проекту і фінансовий аналіз.** У цьому розділі відображаються:

- загальні інвестиційні витрати (активи, оборотний капітал, виробничі затрати);

- джерела фінансування проекту (структура капіталу, можливе фінансування);
- виробнича собівартість продукції;
- оцінка ефективності на базі вищенаведених умов;
- загальноекономічна оцінка (промисловий розвиток, зростання зайнятості, імпортозамінність тощо).

11. *Висновки і пропозиції.*

12. *Додатки.*

При розробленні ТЕО інвестицій необхідно:

- передбачити для великих проектів альтернативні варіанти досягнення цілей, які ставляться замовником, у тому числі різні варіанти (джерела) фінансування інвестицій;
- врахувати податкову, амортизаційну і кредитну політику, яка проводиться державою, місцевими органами влади та комерційними банками;
- дотриматись вимог законодавства і нормативних актів, які регулюють інвестиційну діяльність, умов користування землею та іншими природними ресурсами;
- забезпечити захист інтересів інвестора, враховуючи наявність загальнонаціональних і регіональних інтересів;
- при виборі показників для оцінки ефективності інвестицій віддавати перевагу дискontованим показникам, які враховують чинник часу;
- встановити розрахунковий період, у межах якого мають виконуватися економічні розрахунки. Як правило, він включає етапи будівництва, освоєння проектної потужності і експлуатації підприємства до першої його реконструкції або закінчення терміну окупності капітальних вкладень.

§4. Міжнародні стандарти управління проектами

Під проектом, як було зазначено на початку теми, розуміється вкладення ресурсів, у тому числі фінансових, матеріальних, трудових, з метою отримання запланованого результату та досягнення визначеної мети у встановлені терміни. Проект – це також цілеспрямоване, заздалегідь обґрунтоване створення, зміна чи модернізація

об'єкта, продукту, системи, підприємства, вирішення проблеми. Проект – це і механізм реалізації стратегії компанії.

Важливе місце в реалізації затверджених проектів займає управління ними. Управління проектами в сучасному світі є одним з пріоритетних напрямів. Розвиток економіки та бізнесу України зумовлює зростання кількості складних масштабних проектів, які фінансуються з Держбюджету, Світовим та Європейськими банками, приватними вітчизняними та зарубіжними компаніями. Важливим завданням є їх реалізація, інструментом якої виступає методологія управління проектами.

Управління проектами – це одна з ефективних управлінських технологій, основу якої становлять планування, мотивація, розвиток грамотних комунікацій у середині проекту, створення більш гнучких організаційних структур. Ефективне управління проектами дає змогу реалізувати проекти вчасно, в межах бюджету й запланованої якості. Методологія управління проектами стала фактичним стандартом управління на багатьох підприємствах і застосовується тією чи іншою мірою фактично усіма великими корпораціями (як під час реалізації проектів для зовнішніх замовників, так і під час проведення змін у середині компанії).

Проект і процес його реалізації, здійснення є складною системою, де сам проект виступає як керована підсистема, а керуючою підсистемою виступає управління проектом.

До керованих параметрів проекту належать: обсяг робіт і види робіт; вартість і витрати проекту; терміни, тривалість виконання робіт, етапів, фаз проекту, а також взаємозв'язок робіт; ресурси, необхідні для здійснення проекту, зокрема, трудові, фінансові, матеріально-технічні, а також нестача ресурсів; якість проектних рішень, використаних ресурсів, компонентів проекту тощо.

У процесі управління проектами:

- визначаються цілі проекту, цільова аудиторія, їх обґрунтування;
- встановлюється структура проекту (під цілі, основні етапи роботи, які повинні бути виконані);
- визначаються необхідні обсяги й джерела фінансування;

- проводяться тендери і визначаються виконавці проекту;
- підписуються і супроводжуються угоди;
- складається кошторис і бюджет проекту, графік виконання робіт;
- забезпечується графік виконання проекту.

Багато організацій пройшли складний шлях від управління окремими проектами до корпоративного управління проектами, коли будь-який проект, що ініціюється компанією, розглядається через призму стратегічних цілей.

Отже, проект як об'єкт управління має певні особливості та потребує використання спеціальних прийомів і методів для управління ним. Використання методів і способів управління проектами дозволяє досягти результатів проекту, забезпечити економію ресурсів та часу, знизити ризики та підвищити ефективність проекту.

Стандарт – це документ, що визначає правила, характеристики, керівництва для конкретної галузі діяльності, до якої він належить.

Стандарти у сфері управління проектами розробляються як органами стандартизації на міжнародному та національному рівнях, так і професійними організаціями в галузі управління проектами. Міжнародні організації, які зайняті розробками стандартів у проектному менеджменті, прагнуть до вдосконалення компетенції, знань, умінь, навичок менеджерів проектів в усьому світі. Вони уточнюють, визначають, документують практики управління проектами і створюють єдині стандарти. Найбільш авторитетними організаціями, що розробляють міжнародні стандарти у сфері управління проектами, є такі:

- **Міжнародна організація зі стандартизації ISO** опублікувала стандарт ISO 10006 “Системи менеджменту якості. Керівні вказівки з менеджменту якості проектів”;
- **Міжнародна асоціація проектного менеджменту (International Project Management Association – IPMA)** об'єднує 45 національних асоціацій і є авторитетною професійною організацією в галузі управління проектами. Україна в

IPMA представлена Національною асоціацією управління проектами УКРНЕТ (UPMA);

- *Інститут управління проектами США (Project Management Institute – PMI)*. Членами PMI є фахівці в галузі управління проектами з усього світу, в різних країнах функціонують відділення інституту. PMI веде активне розроблення стандартів у сфері управління проектами.

Загалом можна виділити такий перелік стандартів із розширеною географією застосування.

Стандарти **ISO** – сім'я стандартів щодо систем управління якістю, ISO 10006:2003, Системи управління якістю та посібник з управління якістю в проектах. Він базується на процесній моделі управління проектами і використовує базові підходи та принципи стандарту РМBoK версії 1996 року.

У 2012 р. на підставі груп процесів РМBoK та їх складових розроблено стандарт ISO 21500:2012 “Керівництво з управління проектами” (табл. 8.3).

IPMA випускає **ICB (IPMA Competence Dfseline)**. ICB – це документ, що містить вимоги до компетенції проектних менеджерів.

Посібник з управління проектами **PMBoK (A Guide to the Project Management Body of Knowledge)** – PMI. Він вважається одним із найавторитетніших у сфері управління проектами. У **PMBoK** містяться чітко структуровані відомості про процеси управління проектами, про інструменти управління проектами. На сьогодні опубліковано 3 основні стандарти, що регламентують процеси управління на рівні проекту, програми, портфеля проектів і більше 10 додаткових стандартів.

PRINCE2 (Projects in controlled environments) – проекти в контрольованих середовищах. Методологія призначена для управління проектами та групами проектів у середині організації, становить структурований метод управління проектами, схвалений урядом Великобританії як стандарт управління проектами у соціальній сфері. PRINCE2 містить у собі підходи до менеджменту, контролю та організації проектів.

GAPPS (Global Alliance for Project Performance Standards – Світова спільнота зі стандартів ефективності проектів) – відкритий стандарт, що описує компетенції для менеджерів проектів та програм. Основна частина стандарту GAPPS:2006 – це докладний опис шести сфер компетенції, кожна з яких характеризує певну сферу професійної діяльності менеджера проекту і містить від 3 до 6 елементів, що визначають головні вимоги до роботи і визначають, що саме повинен робити менеджер у цій сфері.

Capability Maturity Model (CMM – Модель можливостей зрілості) Інституту інженерів програмного забезпечення (Software Engineering Institute, USA). Використовується для управління проектами у сфері розроблення програмного забезпечення.

Total Cost Management Framework (Структура управління загальними витратами) – міжнародна методологія AACE International. Це інтегрований процес або методологія управління портфелями, програмами та проектами; структурована карта процесу, яка пояснює кожну галузь практики розроблення вартості в контексті її відношення до інших сфер діяльності, в т. ч. суміжні напрямки.

Logical Framework Approach (LFA – метод логічної структури) – методологія проектного дизайну, побудована на систематичній структуризації процесів ідентифікації, планування та управління проектами; є аналітичним інструментом, який використовується більшістю девелоперських агенцій з надання двосторонньої та багатосторонньої допомоги міжнародними урядовими та неурядовими організаціями у сфері управління проектами розвитку.

Microsoft Solutions Framework (MSF) – методологія розроблення програмного забезпечення, запропонована корпорацією Microsoft.

Oracle Application Implementation Method (AIM – метод впровадження додатків) розроблена компанією Оракл для впровадження пакета готових додатків Oracle E-Business Suite, орієнтованих на автоматизацію бізнес-процесів; це детальний опис завдань, що виконуються в ході проекту, із зазначенням послідовності виконання та відповідальних ролей проектною групою.

Таблиця 8.3

Відповідність процесів управління проектами групам процесів та предметним групам (згідно ISO 21500:2012)

Предметні групи	Групи процесів управління проектом				
	Ініціювання	Планування	Виконання	Управління	Завершення
Інтеграція	Розробка статуту проекту	Розробка плану проекту	Безпосередня робота за проектом.	Управління проектними роботами. Управління змінами.	Завершення окремої фази або проекту. Отримані уроки.
Зацікавлені сторони	Визначення зацікавлених сторін.		Управління зацікавленими сторонами.		
Зміст		Визначення змісту проекту. Створення структури декомпозиції робіт. Визначення складу робіт.		Управління змістом проекту.	
Ресурси	Створення команди проекту.	Оцінка ресурсів. Визначення організаційної структури проекту.	Розвиток команди проекту	Управління ресурсами. Управління командою проекту.	
Час		Послідовність робіт. Оцінка тривалості робіт. Розробка розкладу.		Управління розкладом.	
Вартість		Оцінка витрат. Розробка бюджету.		Управління витратами.	
Ризики		Визначення ризиків. Оцінка ризиків.	Відношення до ризиків.	Управління ризиками.	
Якість		План з якості.	Забезпечення вимог якості.	Управління якістю.	
Постачання		План постачання.	Вибір постачальників.	Адміністрування контрактів.	
Комунікації		План комунікацій.	Розповсюдження інформації.	Управління комунікаціями.	

P2M (Японський національний стандарт). Методологія P2M базується на орієнтованості не на продукт або процеси, а на поліпшення організації в результаті виконання проектів. Інакше кажучи, методологія описує, як використовувати отриманий у результаті виконання проектів досвід для розвитку компанії.

Розглянемо більш детально деякі основні міжнародні стандарти управління проектами, їх структуру та зміст.

В **ISO 21500:2012** процеси управління розкрито з точки зору групування процесів за предметними областями (групами) (табл. 8.3).

Група процесів ініціації складається з процесів, які виконуються для визначення нового проекту (фази) шляхом отримання дозволу для початку проекту. У межах цих процесів визначаються початкові цілі і зміст, і фіксуються початкові фінансові ресурси; визначають зацікавлені сторони проекту, вибирається менеджер проекту.

Група процесів планування полягає у визначенні загального змісту робіт, встановленні та уточненні цілей і розробці послідовності дій, які необхідні для досягнення цих цілей. Під час процесів планування розробляються план управління проектом та документації проекту, які будуть використовуватися для виконання проекту. Комплексний характер управління проектами породжує ланцюги зворотного зв'язку для додаткового аналізу. Послідовна деталізація плану управління проектом називається "плануванням набігаючої хвилі" ("rolling wave planning"), що вказує на те, що планування і документування – повторювальні та постійні діючі процеси. Важливим процесом цієї групи є створення ієрархічної структури робіт (ICP) – це процес поділу (декомпозиції) результатів проекту і робіт за проектом на менші елементи, якими легше керувати.

Група процесів управління складається з процесів, які необхідні для відслідковування, аналізу та регулювання ефективності виконання проекту, виявлення тих областей, щодо які необхідно вносити зміни в план та ініціації відповідних змін.

Група процесів завершення складається з процесів, які виконуються для завершення всіх операцій в межах всіх груп процесів управління проектом для формального завершення проекту, фази або контрактних зобов'язань.

PMBoK®Guide – посібник з управління проектами Інституту управління проектами PMI.

PMBoK®Guide є американським національним стандартом управління проектами і широко використовується у світі. В основу стандарту покладена процесна модель опису діяльності з управління проектами.

Як основні цілі розробки керівництва називаються уніфікація термінології та використання цього документа як базового довідкового посібника для сертифікації професіоналів з управління проектами (РМП).

У ньому визначаються:

- *Структура управління проектами* (розділ 1). У цій частині містяться основні відомості про управління проектами, визначені основні терміни і загальний огляд розділів Керівництва. Особлива увага приділяється поняттям життєвого циклу проекту, організаційним структурам і оточенню проектів.
- *Стандарт управління проектами* (розділ 2) містить опис п'яти груп управлінських процесів: ініціація проекту, планування проекту, організація виконання, контроль і завершення. В рамках цих груп процесів описуються 42 базових управлінських процеси і взаємозв'язок між ними.
- *Сфера знань з управління проектами* (розділ 3) складається з 9 галузей знань: управління інтеграцією, управління змістом проекту, управління часом проекту, управління вартістю проекту, управління якістю проекту, управління людськими ресурсами проекту, управління комунікаціями проекту, управління ризиками проекту, управління поставками проекту.

У *PMBoK®Guide* вміщено опис таких управлінських процесів.

Управління інтеграцією проекту найбільш важлива з галузей знань, що містить у рамках груп процесів різні елементи управління проектами.

Управління змістом проекту відіграє допоміжну роль щодо попередньої секції з причини того, що План проекту тут деталізується

за складом робіт в обсязі, необхідному і достатньому для успішного виконання проекту.

Управління часом проекту містить процеси управління часовими параметрами для формування календарного плану проекту з метою вчасного виконання проекту.

Управління вартістю проекту націлене на успішне освоєння бюджету проекту, послідовно реалізує процеси його планування, розроблення та контролю витрат.

Управління ризиками проекту охоплює ідентифікацію ризиків, розроблення карт ризиків та складання плану реагування на них.

Управління якістю проекту спрямоване на задоволення вимог з якості як продукту, так і проекту. Враховує вимоги Міжнародної організації зі стандартизації (ISO), а також авторські та загальні моделі.

Управління людськими ресурсами в практиці управління проектами відіграє одну з головних ролей, і від того, наскільки професійно будуть реалізовані наступні процеси, залежить повнота досягнення цілей і загалом забезпечення успіху проекту.

Управління комунікаціями проекту полягає у своєчасному і достовірному зборі, розподілі, зберіганні та використанні інформації для всіх учасників, що входять у команду відповідно до їх ролей у проекті.

Управління поставками проекту – описані процеси придбання і отримання продуктів, послуг та результатів, а також процеси управління контрактами.

IPMA International Competence Baseline (ICB) – міжнародні вимоги до компетенції менеджерів проектів.

Серед стандартів, що визначають вимоги до компетенції менеджера проекту, можна виділити Міжнародні вимоги до компетенції фахівців з управління проектами (ICB), розроблені Міжнародною асоціацією управління проектами IPMA.

Міжнародні вимоги до компетенції менеджерів проектів визначають вимоги до знань та кваліфікації фахівців і до процесу сертифікації фахівців за чотирма рівнями кваліфікації у галузі проектно-

го менеджменту (спеціаліст із проектного менеджменту, менеджер проекту, провідний менеджер проекту, директор програми).

ICB містить три групи взаємозв'язаних елементів знань і компетенцій, що містять:

- 20 технічних елементів знань, що належать до змісту проектного менеджменту;
- 15 поведінкових елементів знань, що належать до міжособистісних відносин між індивідами і групами, що беруть участь у проектах, програмах і портфелях;
- 11 контекстуальних елементів знань, що належать до питання взаємодії проектною командою в контексті проекту та організацій, що ініціювали проект та беруть у ньому участь.

PRINCE2 – проекти в контрольованому середовищі.

Це структурований підхід до управління проектами, який був створений у 1996 р. як типовий метод управління проектами. Фактично це комбінація методології PROMPT (що еволюціонувала в методологію PRINCE) з методологією IBM MITP (*Managing the implementation of the total project* – управління впровадженням усього проекту). PRINCE2 пропонує метод управління проектами в рамках чітко визначеної структури організації. Він описує процедури координації людей та активностей у проекті, як розробляти та контролювати проект та що робити, якщо необхідно внести зміни до проекту у зв'язку з відхиленням від плану впровадження.

Розподілення на етапи, якими можна управляти, забезпечує ефективний контроль ресурсів. Упровадження проекту відбувається структуровано та контрольовано завдяки інтегрованому контролю за виконанням.

PRINCE2 надає єдину термінологію усім учасникам проекту. Різноманітні ролі управління та сфери відповідальності, що задіяні в проекті, повністю описані та можуть бути адаптовані, щоб відповідати складності проекту та можливостям організації.

Переваги цього методу в тому, що він є структурованим підходом до управління проектами, тобто методом для управлін-

ня проектами в рамках чітко певної структури. PRINCE2 описує процедури координації діяльності команди проекту під час розроблення і контролю над проектом, а також процедури, які використовуються при зміні проекту або якщо є суттєві відхилення від первісного плану.

У методі кожен процес визначається зі своїми основними входами і виходами, і з конкретними цілями та завданнями, які будуть здійснюватися, що дає автоматичний контроль будь-яких відхилень від плану.

За рахунок поділу процесів на керовані етапи метод дає можливість ефективного управління ресурсами.

До недоліків можна віднести відсутність будь-якого регламентування з боку методології підходів до управління контрактами поставок, учасниками проекту та іншими процесами, які були винесені творцями за рамки. Вважається, що кожен менеджер проекту вибирає власні методи і підходи до подібної роботи.

СММІ – Capability Maturity Model Integration – інтегральна модель можливостей зрілості.

Це підхід для вдосконалення процесів, який забезпечує організації істотними елементами ефективних процесів. Він може використовуватися для покращення процесу як на рівні проекту чи відділу, так і на рівні цілої організації. СММІ дозволяє інтегрувати традиційно відокремлені організаційні функції, ставити цілі та пріоритети покращення процесів, забезпечує інструкцією зі створення якісних процесів, і дає контрольну точку для оцінки поточних процесів.

Актуальним сьогодні в сфері управління проектами є використання аутсорсингу.

Для України аутсорсинг управління проектами – нова й унікальна послуга, в межах якої завдання з управління проектами замовника реалізуються зовнішньою компанією, яка, спеціалізуючись саме на професійному управлінні проектами, представляє інтереси замовника.

Аутсорсинг (англ. “outsourcing”) означає “поза джерелом”. Цим терміном позначають виведення за межі компанії визначеної (переважно непрофільної) функції. Це також стратегія управління,

що дає змогу оптимізувати функціонування організації за рахунок зосередження діяльності на головному напрямі.

Сьогодні на умовах аутсорсингу проводяться не лише маркетингові дослідження чи розробки рекламних компаній, чи ведення бухгалтерського обліку, але віддаються зовнішнім організаціям цілі бізнес-процеси. Компанії можуть зосередитися на одній діяльності, наприклад, на розробці та збуті продукції, а саме: виробництво передоручити іншому підприємству, чи навпаки. Такий підхід дає можливість господарській структурі максимально сконцентруватися на своїй основній виробничій діяльності, тобто саме на тому, де вона має найбільші конкурентні переваги на ринку.

Необхідність передачі функцій з управління проектами на аутсорсинг може бути зумовлена такими причинами:

- в компанії виникла потреба реалізації одного великого й значущого для компанії проекту, при цьому впровадження комп'ютерної системи управління проектами не потрібно;
- наявність старих малоефективних методів управління проектами;
- компанія постійно виконує певний обсяг проектних робіт, при цьому вона несе занадто високі видатки як на управління проектами, так і на вдосконалення системи управління проектами;
- у компанії виникло завдання, пов'язане з розробкою конкретного набору документів, що стосується проекту, і планується продовжити самостійне управління проектом після виконання цих робіт;
- стрімке зростання кількості проектів за недостатності власного персоналу;
- неуспішна реалізація або провал попередніх проектів;
- стратегія передачі непрофільної діяльності на аутсорсинг;
- стратегічна важливість проектів (терміни, бюджет);
- впровадження корпоративної системи управління проектами через аутсорсинг.

Залежно від потреб компанії-замовника виділяють два види аутсорсингових послуг проектного управління: аутсорсинг фахівців та аутсорсинг функцій.

За аутсорсингу фахівців аутсорсер бере на себе відповідальність за надання необхідної кількості фахівців з необхідними компетенціями замовникові, замовник самостійно забезпечує їхнє ефективне застосування на завданнях проекту.

За аутсорсингу функцій аутсорсер бере на себе відповідальність виконання конкретних функцій управління проектами замовника. Замовник забезпечує дотримання залежних від нього умов виконання цих функцій і їх інтеграцію в інтересах проекту /програми.

Аутсорсинг управління проектами суттєво підвищує результативність реалізації проекту у межах часового та фінансового бюджетів, що дає змогу компанії скоріше скористатися новими конкурентними перевагами і з більшою ефективністю досягнути поставленої бізнес-цілі.

Водночас у використанні аутсорсингу при управлінні проектами є ще багато невирішених питань, серед яких такі:

1) тільки частково сформований ринок аутсорсингових послуг у сфері управління проектами. Так, український ринок аутсорсингових послуг, тільки що формується, а його ємкість вже перевищила 1 млрд. дол. Лівова частка припадає на ІТ-сегмент, у всіх інших сферах, зокрема і в сфері управління проектами, частка передачі функцій на аутсорсинг є мізерною. Хоча використання аутсорсингу в сфері управління проектами є доволі привабливим. Так, економія від передачі управління на аутсорсинг становить 10–15% залежно від проекту, специфіки діяльності фірми;

2) наявність великих ризиків щодо успішної реалізації проектів (недосконалість чинного законодавства, наявність фінансових ресурсів тощо);

3) вагання замовників щодо делегування функцій управління проектами зовнішнім виконавцям (відсутність інформації про аутсорсерів, їх порядність тощо);

4) непривабливий клімат для іноземних надавачів аутсорсингових послуг.

Підсумовуючи викладене, можемо стверджувати, що на сучасному етапі діапазон сфер господарської діяльності, де можуть бути реалізовані проекти, розширюється. Відповідно важливим є проведення аналізу ефективності реалізації проектів у різних сферах підприємницької діяльності за умови передачі функцій управління ними на аутсорсинг.

Контрольні питання

1. *Визначте роль інвестиційних проектів та програм для економічного розвитку України.*
2. *Яка структура інвестиційного проекту?*
3. *За якими ознаками класифікують інвестиційні проекти?*
4. *Охарактеризуйте порядок розробки інвестиційного проекту.*
5. *Які і скільки етапів проектування, їх зміст?*
6. *Визначте передінвестиційну, інвестиційну та виробничу фази циклу інвестиційного проекту.*
7. *Що містить техніко-економічне обґрунтування проекту?*
8. *В чому суть “життєвого циклу проекту”?*
9. *Охарактеризуйте стадії проектування.*
10. *Що повинно міститись у заключенні експертизи проекту?*
11. *Визначте суть управління проектами.*
12. *Що таке стандарт управління проектами?*
13. *Назвіть найбільш поширені міжнародні стандарти в сфері управління проектами.*
14. *В чому полягає суть аутсорсингу?*
15. *Дайте характеристику двом видам аутсорсингових послуг.*
16. *Проблеми запровадження аутсорсингу в Україні.*

Дослідницькі завдання

1. *Проектні матеріали та вимоги до їх складання.*
2. *Бізнес-план інвестиційного проекту.*
3. *Критерії оцінювання та відбору інвестиційних проектів.*
4. *Аналіз чутливості інвестиційного проекту*
5. *Проектний ризик.*
6. *Аналіз сценаріїв розвитку проекту.*
7. *Проблеми та перспективи аутсорсингу управління проектами.*

Ключові поняття

Інвестиційний проект, проект економічний, проект будівельний, креслення проекту, кошторис, розрахунки, індивідуальні проекти, типові проекти, ознаки інвестпроектів, проектні роботи, передпроектні роботи, експертиза і затвердження проекту, життєвий цикл проекту, фази проектного циклу, Державні будівельні норми, робоча документація будівництва, техніко-економічне обґрунтування проекту (ТЕО), структура ТЕО, управління проектами, міжнародні стандарти управління проектами, аутсорсинг.

Рекомендована література

1. Пересада А. А. *Управління інвестиційним процесом* / А. А. Пересада – К. : Лібра, 2002. – 472 с.
2. Майорова Т. В. *Інвестиційна діяльність : підруч. [для студ. вищ. навч. закл.]* / Т. В. Майорова. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.
3. Лукасевич И. Я. *Инвестиции : учебник* / И. Я. Лукасевич – М. : Вузовский учебник: ИНФРА-М, 2011. – 413 с.
4. Вахрин П. И. *Инвестиции : учебник* / П. И. Вахрин, А. С. Нешиной – [3-е изд., перераб. и доп.]. – М. : Издат.-торг. корпорация “Дашков и К^о”, 2005. – 380 с.
5. Москвин В. А. *Кредитование инвестиционных проектов : Рекомендации для предприятий и коммерческих банков.* / В. А. Москвин – М. : Финансы и статистика, 2001. – 240 с.
6. *Проектне фінансування : підруч. [для студ. вищ. навч. закл.]* / Пересада А. А., Майорова Т. В., Ляхова О. О. – К. : КНЕУ, 2005. – 761 с.
7. Бочаров В. В. *Финансовый инжиниринг* / В. В. Бочаров – СПб. : Питер, 2004. – 458 с.

Нормативно-правові акти

1. ДБН А.2.2-3-2012 *Склад та зміст проектної документації на будівництво.*
2. Закон України “Про регулювання містобудівної діяльності” від 17.02.2011 р. № 3038-VI.
3. *Порядок затвердження проектів будівництва і проведення їх експертизи, затверджений Постановою КМУ № 560 від 11.05.2011 р.*

Інтернет-ресурси

UNIDO	http://www.unido.org
PMBOK® Guide and Standards	http://www.pmi.org/PMBOK-Guide-and-Standards.aspx
Project Management Association of Japan	http://www.pmaj.or.jp/ENG
PRINCE2	http://www.prince2.com/rest-world/training
Міністерство регіонального розвитку та будівництва	http://minregion.gov.ua

РОЗДІЛ ІХ

ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ

1. Сутність та класифікація інвестиційних портфелів.
Портфельна інвестиційна політика.
2. Основи портфельної теорії.
3. Методи аналізу цінних паперів.
4. Управління портфельними інвестиціями.
5. Оцінка ефективності вкладень в інвестиційні фінансові активи.

§1. Сутність та класифікація інвестиційного портфеля. Портфельна інвестиційна політика

У процесі інвестиційної діяльності інвестиційні активи групуються в сукупність (портфель) з метою використання управлінських процедур, які є більш ефективними, ніж їх використання щодо окремих інвестиційних активів.

Інвестиційний портфель – це сукупність інвестиційних активів, згрупованих за певним критерієм з метою досягнення цільових значень певних параметрів (дохідності, ризику, ліквідності та ін.).

Інвестиційний портфель залежно від об'єктів інвестицій поділяється на портфель фінансових інвестицій та портфель реальних інвестицій.

У сфері реальних інвестицій, згідно з РМВОК (Звід знань з проектного менеджменту, розроблений Інститутом проектного менеджменту США), портфель (табл. 9.1) – це набір проектів та інших робіт, об'єднаних з ціллю ефективного управління цими роботами для досягнення стратегічних цілей. Проекти і програми портфеля не обов'язково є взаємозалежними або напряму пов'язаними між собою.

Таблиця 9.1

**Порівняльний огляд управління проектами,
програмами і портфелями (РМВОК)**

	Проекти	Програми	Портфелі
Зміст	Проекти мають чіткі цілі. Зміст послідовно уточнюється протягом життєвого циклу проекту.	Програми мають ширший зміст і приносять більш значні вигоди.	Портфелі мають бізнес-цілі і зміст, що змінюється разом із стратегічними цілями організації.
Зміни	Менеджери проектів очікують зміни і впроваджують процеси з ціллю управління і контролю над ними.	Менеджери програми повинні очікувати змін як в середині, так і зовні програми і бути готовими управляти ними.	Менеджери безперервно управляють змінами в ширшому середовищі.
Планування	Менеджери проектів послідовно деталізують інформацію високого рівня до детальних планів протягом життєвого циклу проекту	Менеджери програм розробляють загальний план програми і створюють плани високого рівня з ціллю управління детальним плануванням на рівні компонентів.	Менеджери портфелів створюють та управляють необхідними процесами та комунікаціями, що стосуються сукупного портфеля.
Управління	Менеджери проектів управляють командою проекту з ціллю виконання завдань проекту.	Менеджери програм управляють персоналом програми і менеджерами проектів. Вони визначають загальний напрям діяльності та відіграють керівну роль.	Менеджери портфелів можуть управляти роботою персоналу, який здійснює управління портфелем, або координувати її.
Успіх	Успіх вимірюється якістю продукту і проекту, своєчасністю, відповідністю бюджету і ступенем задоволеності замовника.	Успіх вимірюється рівнем, згідно з яким програма задовольняє потреби і приносить вигоду, заради якої вона була прийнята.	Успіх вимірюється сукупним виконанням компонентів портфеля.
Моніторинг	Менеджери проектів здійснюють моніторинг і контроль робіт з виробництва продуктів, надання послуг або досягнення результатів, заради яких проект був прийнятий.	Менеджери програм здійснюють моніторинг виконання компонентів програми з ціллю забезпечення досягнення загальних цілей, дотримання розкладу, виконання бюджету і отримання вигод програми.	Менеджери портфелів здійснюють моніторинг сукупності виконання показників вигоди і цінності.

Російський науковець І. Кох визначає портфельне та проектне інвестування як два альтернативні методи здійснення інвестиційної діяльності:

1) *портфельне інвестування* – це метод інвестування, що передбачає обов'язковий і запланований розподіл загальної суми інвестованих коштів між декількома об'єктами інвестування (інвестиційними активами);

2) *проектне інвестування* передбачає вкладення всіх наявних у розпорядженні інвестора власних та (або) позикових фінансових й інших ресурсів у єдиний інвестиційний актив (проект).

Запропонований підхід І. Коха до визначення терміна “портфельні інвестиції” із традиційним підходом поєднує нейтрально-поведінковий мотив дій інвестора, тобто бажання отримувати прибуток незалежно від його джерела, незалежно від конкретного продуктивного вкладення інвестованого капіталу. Відповідно, різниця між портфельним і проектним інвестуванням полягає в тому, що є для інвестора первинним – бажання забезпечити прибуткове вкладення наявних у його розпорядженні ресурсів при мінімальному ризику або бажання реалізувати деяку інвестиційну ідею (табл. 9.2).

На практиці портфельний підхід переважно застосовується щодо фінансових інвестицій (перш за все, цінних паперів).

Залежно від виду доходу, який планує отримати інвестор, портфель цінних паперів поділяється на (рис. 9.1):

1) *портфель зростання* – включає інвестиційні активи, які придбані з метою отримання прибутку від приросту їх вартості при подальшому продажу;

Таблиця 9.2

Порівняльна характеристика портфельного та проектного інвестування (за І. Кохом)

Критерій	Проектне інвестування	Портфельне інвестування
Вихідний мотив інвестування	Реалізація наявної в інвестора “інвестиційної ідеї”.	Розміщення наявних в розпорядженні інвестора вільних інвестиційних ресурсів.
Пріоритетний критерій вибору напрямів інвестування	Максимізація дохідності інвестування при прийнятному рівні ризику і ліквідності активів.	Забезпечення безпеки і ліквідності вкладень при прийнятному рівні дохідності.
Склад об’єктів інвестування	Один об’єкт (проект) або декілька взаємопов’язаних об’єктів (проектів).	Декілька об’єктів з мінімальним ступенем взаємозалежності.
Управління	Рішення про вибір об’єкта інвестування не переглядається до завершення планового періоду, за винятком форс-мажорних обставин.	Склад і структура портфеля переглядаються необмежено часто, в міру необхідності.

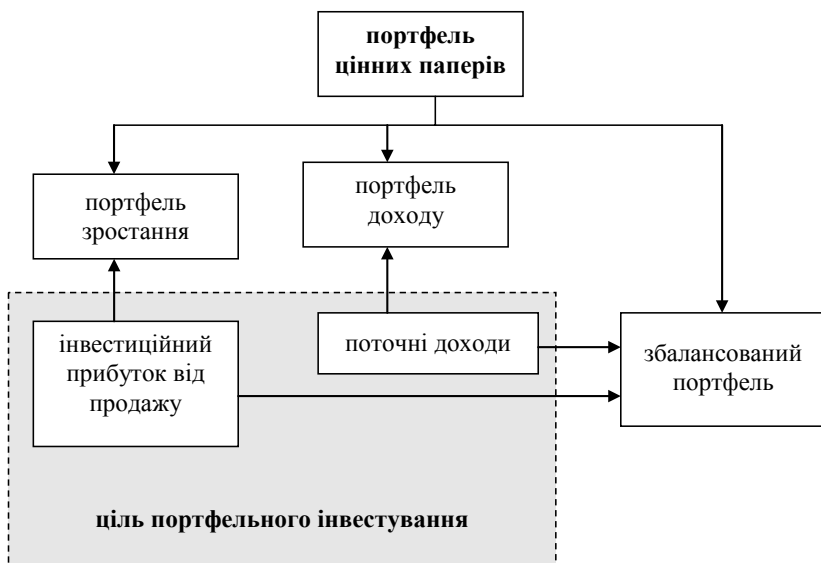


Рис. 9.1. Класифікація портфеля цінних паперів на основі дохідного критерію

2) *портфель доходу* – охоплює інструменти, які забезпечують інвестору отримання поточних доходів від володіння інвестиційними активами (дивіденди за акціями, проценти за облігаціями);

3) *збалансований портфель* – включає як активи, які утримуються з ціллю отримання поточних доходів, так і активи, призначені для перепродажу за вищою ціною.

Крім того, портфельний менеджер може формувати портфелі цінних паперів на основі орієнтації щодо:

- ризику (низькоризиковані з державних цінних паперів або високоризиковані з акцій “молодих” компаній);
- ліквідності (високоліквідні портфелі з державних облігацій, акцій-“блакитних фішок”);
- галузевої орієнтації (формування портфеля цінних паперів, емітентами яких підприємства певної галузі);
- регіональної орієнтації (портфелі цінних паперів фондового ринку певної країни, глобальні портфелі тощо).

Портфельне інвестування має базуватися на розробленій інвестиційній політиці (рис. 9.2), яка оформляється у вигляді документа (меморандуму, декларації тощо).

Основна ціль портфельного інвестування – забезпечити дохідність, яка буде вища, ніж витрати, пов’язані з обслуговуванням залучених коштів. На її основі менеджмент розробляє конкретні завдання, серед яких: збереження коштів (забезпечення захисту від інфляційних змін); зростання капіталу (орієнтація на ті цінні папери, які мають потенціал зростання курсової вартості); періодична встановлена дохідність (придбання цінних паперів з метою отримання дивідендів за акціями та процентва за борговими цінними паперами); ліквідність (інвестиції у фінансові інструменти, які можна продати в будь-який момент за сприятливими цінами); мінімізація ризику (купівля цінних паперів з низькою волатильністю з метою

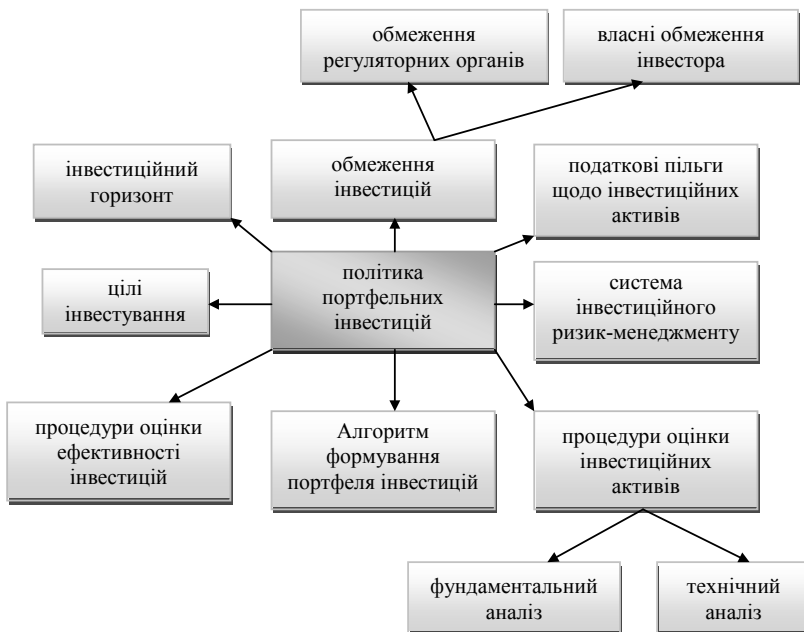


Рис. 9.2. Складові елементи політики інвестора щодо портфельних вкладень

зменшення загального розміру ризику для банку). Одночасно всі ці завдання вирішити неможливо, оскільки не існує “ідеальної” інвестиції, а тому акцентується увага на пріоритетному.

Іншим важливим елементом політики щодо інвестування є розрахунок планового інвестиційного горизонту, тобто періоду, протягом якого буде здійснюватись реалізація поставлених цілей. Строк інвестиційної політики має бути узгоджений зі строком загальної стратегії діяльності на фінансовому ринку та розділений на підперіоди з метою можливого коригування складу портфеля цінних паперів під час моніторингу ефективності обраної інвестиційної стратегії. Враховуючи неможливість довгострокового прогнозування розвитку вітчизняного ринку цінних паперів (через значну волатильність, фрагментарність, непрозорість, інсайдерський характер) період дії інвестиційної політики складає, як правило, строк до 3-х років.

Наступним етапом є визначення обмежень регуляторних органів до операцій з цінними паперами, які для ряду інвесторів встановлені відповідними нормативно-правовими актами (для банків, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів).

Інвестор також встановлює власні застереження щодо інвестицій, а саме: визначає певний граничний процент вкладення коштів в інструменти одного емітента, процент вкладень у певну галузь, у певний тип цінних паперів.

При розробці інвестиційної політики інвестор повинен забезпечити побудову ефективної системи ризик-менеджменту, зокрема можливість майбутнього формування резервів за цими активами у випадку погіршення їх інвестиційної якості та зменшення ринкової ціни або суми розрахункового очікуваного відшкодування. Для банківських установ формування таких резервів в обов'язковому порядку передбачено нормативними документами НБУ.

В інвестиційній політиці також визначаються цінні папери, з придбанням яких інвестор отримує податкові преференції.

На основі врахування основних аспектів інвестиційної політики (цілей, строків, обмежень, ризиків, податкових пільг, інвестиційних якостей) портфельний менеджер розробляє алгоритм формування портфеля цінних паперів, у тому числі на основі використання

економіко-математичних моделей, враховуючи досягнення сучасної портфельної теорії.

Останнім елементом, що включається до інвестиційної політики банку, є процедура визначення ефективності вкладень. Для цього може використовуватися метод бенчмаркінгу (на основі порівняння отриманої дохідності із середньою дохідністю інвестицій на фондовому ринку в інших банків, інвестиційних фондів, інших інституційних інвесторів, дохідності фондових індексів) тощо. Більш повно проаналізувати ефективність фінансових інвестицій можна на основі використання міжнародних стандартів ефективності інвестицій (GIPS).

Для контролю реалізації інвестиційної політики та стимулювання роботи інвестиційних менеджерів банки можуть використовувати систему збалансованих показників (Balanced ScoreCard, BSC) Нортон-Каплана. Ця система дає змогу транслювати конкретні цілі інвестиційної діяльності у набір ключових показників (key performance indicators, KPI), їх каскадувати (розробити карти показників для кожного виду інвестиційної діяльності банку) та визначити критеріальні значення показників. BSC дає можливість вимірювати не тільки підсумкові показники діяльності, а й випереджувальні, за якими можна отримати підтвердження того, що зміни відбуваються у правильному напрямі.

§2. Основи портфельної теорії

Портфельний підхід на фінансовому ринку в наукових дослідженнях було запропоновано у 50-х рр. XX ст. у США для вирішення практичного завдання раціональних інвесторів щодо розподілу інвестицій між різними видами цінних паперів в умовах невизначеності.

Еволюція теорії портфеля включає два етапи:

1) сучасна портфельна теорія (modern portfolio theory – *MPT*), розробниками якої є Нобелівські лауреати Г. Марковіц, У. Шарп, Дж. Тобін та ін.;

2) пост-сучасна портфельна теорія (post-modern portfolio theory – *PMPT*), розробниками якої є Ф. Сортіно, С. Сатчел та ін.

Засновником *сучасної портфельної теорії* є Гаррі Марковіц, який у 1952 р. опублікував наукову статтю “*Портфельний відбір*” (*Portfolio*

Selection). Автор вважав дохідність цінних паперів випадковою величиною, що характеризується очікуваною дохідністю за період володіння (r) та середньоквадратичним відхиленням дохідності (σ – ризик інвестицій).

Очікувана дохідність цінного папера за період володіння визначається так:

$$r_i = (\text{Очікувана вартість у кінці періоду} / \text{Поточна вартість}) - 1$$

На практиці для розрахунку дохідності цінного папера використовуються статистична дохідність:

$$r_i = \frac{P_i - P_0}{P_0},$$

де P_i – ціна фінансового інструменту в кінці періоду (дня, тижня, місяця, року);

P_0 – ціна фінансового інструменту на початок періоду.

Для пошуку оптимальної структури портфеля цінних паперів згідно з моделлю Марковіца також використовуються показники коваріації та кореляції цінних паперів.

Середньоквадратичне відхилення дохідності (волатильність) цінного папера визначається за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n-1}},$$

де n – кількість періодів (днів, місяців, років);

r_i – дохідність цінного папера в період i ;

\bar{r} – середня дохідність цінного папера за n періодів:

$$\bar{r} = \frac{\sum_{i=1}^n r_i}{n}.$$

Коваріація відображає статистичну міру взаємозв'язку двох змінних. Додатне значення коваріації показує, що дохідності цінних паперів мають тенденцію змінюватися в одному напрямі, а при від'ємній коваріації навпаки:

Коваріація двох цінних паперів визначається за формулою:

$$\text{COV}_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (r_{x_i} - \bar{r}_x) \cdot (r_{y_i} - \bar{r}_y)}{n},$$

де r_{x_i} – дохідність цінного папера x в період i ;

r_{y_i} – дохідність цінного папера y в період i ;

\bar{r}_x – середня дохідність цінного папера x ;

\bar{r}_y – середня дохідність цінного папера y .

Коефіцієнт кореляції нормує коваріацію для полегшення порівняння з іншими парами змінних і щодо двох цінних паперів розраховується за формулою:

$$\text{corr}_{xy} = \frac{\text{cov}_{xy}}{\sigma_x \cdot \sigma_y},$$

де σ_x, σ_y – стандартні відхилення дохідностей цінних паперів x та y .

Коефіцієнт кореляції змінюється в інтервалі від -1 до +1. Якщо він дорівнює +1, то це свідчить про додатну кореляцію і дохідність двох цінних паперів змінюється однаково, а коли коефіцієнт дорівнює -1, то зміна дохідності одного цінного папера повністю протилежна до зміни дохідності іншого (якщо дохідність акції А становила +45%, то акції В -45%).

На основі даних параметрів (дохідності цінних паперів, їх стандартних відхилень дохідностей та коваріації дохідностей) Марковіц пропонує здійснювати пошук ефективного портфеля.

Очікувана дохідність інвестиційного портфеля – це середньозважена за частками інвестицій очікувана дохідність кожного з цінних паперів, що входить у портфель:

$$r_p = \sum_{i=1}^n X_i \times r_i,$$

де X_i – частка цінного папера в портфелі;

r_p – очікувана дохідність портфеля;

r_i – очікувана дохідність цінного папера.

Стандартне відхилення дохідності портфеля цінних паперів визначається за формулою:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i \times X_j \times \sigma_{ij}},$$

де X_i, X_j – частка цінного паперу в портфелі;

σ_p – стандартне відхилення дохідності портфеля;

σ_{ij} – коваріації дохідностей i -го та j -го цінних паперів.

Для створення ефективного портфеля Марковіц ввів припущення щодо поведінки інвестора при виборі активів:

- 1) інвестор не схильний до ризику (при виборі між двома інструментами з однаковими очікуваними дохідностями він надасть перевагу інструменту з меншим ризиком);
- 2) всі інвестори прагнуть до максимальної очікуваної дохідності при заданому рівні ризику;
- 3) у всіх інвесторів однакові погляди на очікувані дохідності, волатильність та коваріації усіх ризикових активів (однорідність очікувань);
- 4) у всіх інвесторів однаковий інвестиційний горизонт;
- 5) склад портфеля формується лише з ризикових активів;
- 6) на рішення інвестора впливають тільки два параметри – очікувана дохідність та ризик (модель Марковіца є двопараметрична).

Марковіц ввів поняття допустимого та ефективного портфелів (рис. 9.3).

Допустимий портфель – будь-який портфель, який може побудувати інвестор з наявних активів. Сукупність допустимих портфелів створюють допустиму множину портфелів.

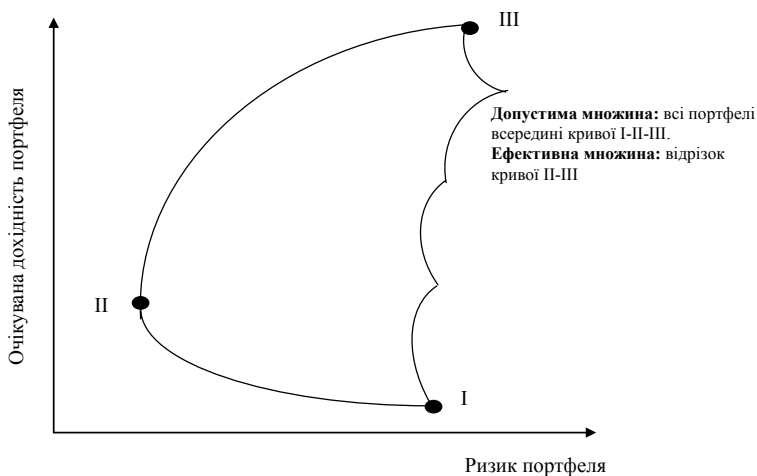


Рис. 9.3. Допустима та ефективна множина портфелів згідно з теорією Марковіца

Ефективний портфель (за критерієм ризик / дохід) – це допустимий портфель з множини, який:

- 1) забезпечує максимальну очікувану дохідність для певного рівня ризику;
- 2) забезпечує мінімальний ризик при певного значення очікуваної дохідності.

Набір ефективних портфелів становить *ефективну множину*.

Оптимальний портфель обирається кожним інвестором з ефективної множини, виходячи з його індивідуальної несхильності до ризику, яка визначається кривою байдужості (відображає відношення інвестора до ризику і дохідності).

Властивості кривих байдужості такі:

- 1) всі портфелі, що лежать на одній кривій байдужості, є рівноцінними для інвестора;
- 2) інвестор буде вважати будь-який портфель, що лежить на кривій байдужості, яка знаходиться вище та лівіше, більш привабливим, ніж будь-який портфель, що лежить на кривій байдужості, яка знаходиться нижче та правіше.

Оптимальним портфель для інвестора знаходиться в точці перетину його кривої байдужості та ефективної множини (рис. 9.4).

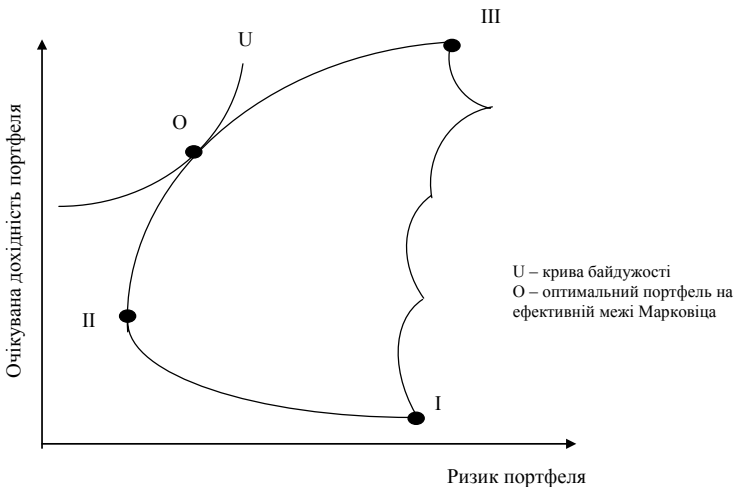


Рис. 9.4. Вибір оптимального портфеля інвестиційних активів

Г. Марковіц пропонує методику знаходження ефективного портфеля з допомогою методів квадратичного програмування.

Важливим у теорії Марковіца є висновок щодо використання *диверсифікації портфеля інвестицій*, яка є таким способом побудови портфеля, при якій зменшується ризик без зменшення доходності.

Марковіц вважає, що ефективної диверсифікації щодо зменшення ризику (стандартного відхилення) портфеля можна досягти шляхом вибору активів з від'ємною кореляцією.

Розвитком портфельної теорії є *модель Шарпа-Тобіна-Лінтнера*. Дж. Тобін запропонував включати до складу портфеля безризикові активи (в міжнародній практиці до безризикових активів належать державні цінні папери). Наявність безризикового активу – це можливість надавати ресурси в борг (купувати державні цінні папери) та брати кошти в борг за безризиковою ставкою.

Дж. Тобін спільно з іншими вченими визначив, що інвестор вибирає портфель, якій лежить на лінії ринку капіталу (*capital market line – CML*) і складається з комбінації (у певних пропорціях) двох компонентів:

- безризикового;
- ризикового (ефективний портфель Марковіца).

Термін *лінія ринку капіталу* запропоновано У. Шарпом (рис. 9.5.).

Оптимальним є портфель у точці, де крива байдужості перетинає CML.

Надалі портфельна теорія була вдосконалена У. Шарпом на основі *моделі оцінки капітальних активів (capital assets price model – CAPM)*.

Відповідно до *CAPM* очікувана доходність цінного папера розраховується так:

$$r_i = r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta_{iM},$$

де r_f – очікувана доходність безризикового активу;

r_M – очікувана доходність ринкового портфеля (включає всі цінні папери на ринку);

β_M – коефіцієнт “бета”, який вимірює рівень коваріації доходності цінного папера та ринкового портфеля.

Взаємозв'язок між доходністю цінного паперу та “бетою” Шарп відобразив *ринковою лінією цінного папера (security market line – SML)*:

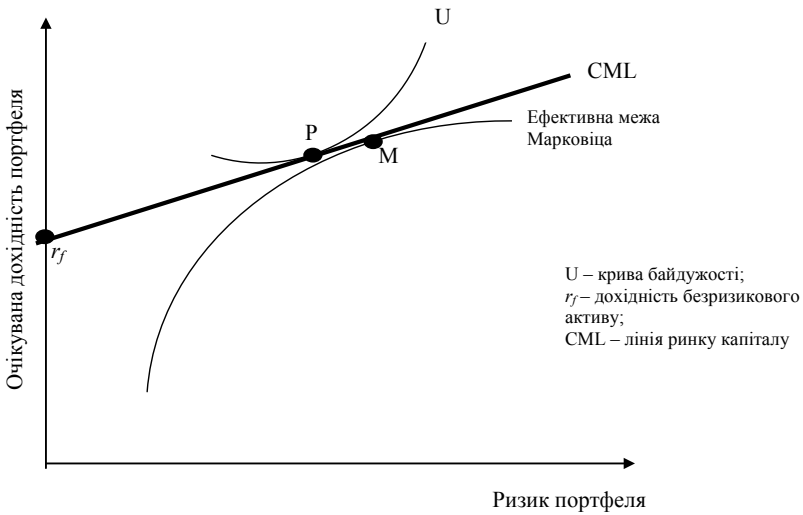


Рис. 9.5. Лінія ринку капіталу (CML)

Якщо кожен цінний папір лежить на лінії SML, то на ній буде знаходитися і кожен портфель, тобто ефективні портфелі знаходяться як на SML, так і на CML, а неефективні лежать на SML і не знаходяться на CML.

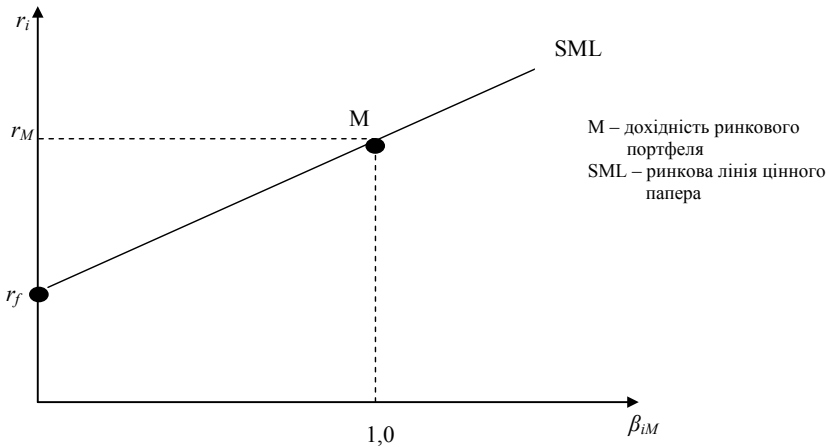


Рис. 9.6. Ринкова лінія цінного паперу (SML)

SAPM є рівноважною моделлю, що описує процес формування курсів цінних паперів. У. Шарп стверджує, що рівноважний стан, представлений на SML, виникає в результаті сумарного ефекту коректування інвесторами структури своїх портфелів і кінцевого впливу на курси цінних паперів. Маючи набір курсів цінних паперів, інвестори розраховують очікувані дохідності цінних паперів та коваріації, а надалі визначають склад своїх оптимальних портфелів. Якщо попит на цінні папери будь-якого виду відрізняється від їх пропозиції, то така незбалансованість буде впливати на їх курс. Отримавши нову інформацію про курс, інвестори переглянуть свої наміри щодо різних цінних паперів. Це процес буде тривати до тих пір, доки загальний попит на цінні папери будь-якого виду не врівноважить їх пропозицію.

На основі цієї моделі У. Шарп запропонував для статистичних розрахунків використовувати формулу дохідності цінного папера (на основі ринкової однофакторної регресійної моделі):

$$r_i = \alpha_i + \beta_{iM} \cdot r_M + \varepsilon_{iM},$$

де α_i – коефіцієнт зміщення (показує дохідність цінних паперів при нульовій дохідності ринкового індексу);

β_{iM} – коефіцієнт нахилу (вимірює чутливість дохідності цінних паперів до дохідності ринкового індексу);

r_M – дохідність ринкового (фондового) індексу;

ε_{iM} – випадкова похибка.

Ризик цінного портфеля відображає вплив систематичного (ринкового) ризику (“бета”) та власного (несистематичного ризику) і визначається за формулою:

$$\sigma_i^2 = \beta_{iM}^2 \cdot \sigma_M^2 + \sigma_{\varepsilon M}^2,$$

де σ_M^2 – дисперсія дохідності фондового індексу;

$\beta_{iM}^2 \cdot \sigma_M^2$ – ринковий ризик цінного папера;

$\sigma_{\varepsilon M}^2$ – власний ризик цінного папера.

У. Шарп довів, що в результаті диверсифікації (збільшення кількості цінних паперів) портфеля цінних паперів несистематичний ризик зменшується до нуля, а ринковий ризик усереднюється (рис. 9.7).

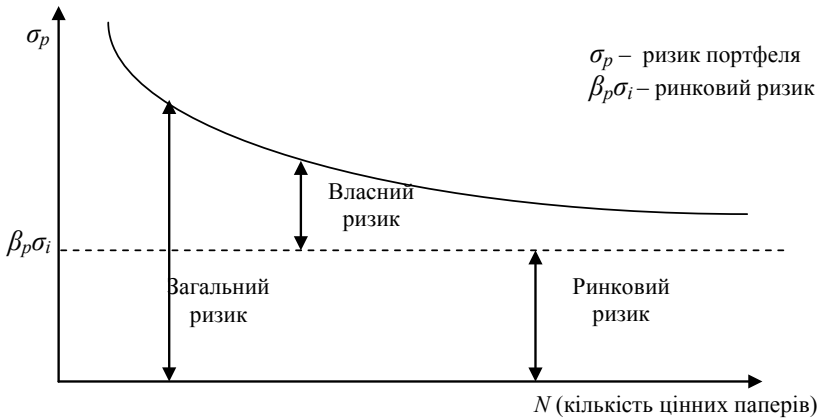


Рис. 9.7. Вплив диверсифікації портфеля на ризик

Пост-сучасна теорія портфеля характеризується такими рисами (на відміну від *MPT*):

1) основна увага приділяється рівню доходності, який має бути отриманий від активів (вкладень в інвестиційні активи) для забезпечення майбутніх виплат (наприклад, обслуговування фінансування інвестицій за рахунок емісії облігацій). Цей рівень повернення є внутрішньою ставкою доходності (*IRR*);

2) для оцінки ризику використовується понижувальне стандартне відхилення доходності (*downside deviation*), при розрахунку якого враховуються тільки ті доходності, які нижчі *мінімально прийнятної доходності (minimum acceptable return – MAR)*. Розрахунок цього показника здійснюється в два етапи:

– необхідно знайти всі результати, які були менші за *MAR*:

$L_I = R_I - R_{MAR}$ (Якщо $R_I - R_{MAR} < 0$) або 0 (Якщо $R_I - R_{MAR} \geq 0$),
 де R_I – доходність за період I ;

R_{MAR} – мінімально допустима доходність за період;

– визначення понижувального стандартного відхилення:

$$\text{Downside Deviation} = \left(\left(\sum_{I=1}^N (L_I)^2 \right) \div N \right)^{1/2},$$

де N – кількість періодів;

3) відсутність припущення про нормальний розподіл дохідності активів.

Термін “*пост-сучасна портфельна теорія*” (*PMPT*) вперше було запропоновано в 1991 р. розробниками програмного забезпечення Б. Ромом та К. Фергюсоном. Першу книгу з описом *PMPT* видав у Кембриджському університеті Френк Сортіно та Стівен Сатчел.

Для обґрунтування портфельного інвестування також розроблена *теорія оптимізації портфеля в умовах фінансової турбулентності* (найбільший послідовник і дослідник Марк Кріцман), яка базується на твердженні, що періоди спокою на ринках змінюються періодами “турбулентності”. Ці періоди є стійкі, тривалі та піддаються прогнозуванню. Управління портфелями, які б враховували різні режими ринку, приводить до більш “правильної” диверсифікації (ніж на основі *MPT*), зменшення ризику непередбачуваних подій і більш стійких показників дохідності портфеля.

§3. Методи аналізу цінних паперів

У міжнародній практиці для вибору об’єктів фінансових інвестицій використовуються два типи аналізу:

- *фундаментальний аналіз* – це визначення “справедливої” (внутрішньої) вартості цінних паперів (на основі аналізу діяльності емітента) та порівняння її з ринковою;
- *технічний аналіз* – це пошук цінних паперів для інвестування на основі дослідження лише динаміки зміни ціни та обсягу торгів за певним цінним папером.

ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ АНАЛІЗ. При здійсненні фундаментального аналізу в міжнародній практиці застосовуються такі методи прогнозування:

- *метод “зверху-вниз” (top-down forecasting approach)* – спочатку аналітики розробляють прогнози щодо макроекономічних показників, надалі за галузями економіки і на їх основі визначаються прогнози для окремих компаній;

- метод “знизу-вверх” (*bottom-up forecasting approach*) – передбачає спочатку розробку прогнозів для окремих компаній, надалі для галузей і на їх основі для економіки загалом.

Модельна процедура фундаментального аналізу відображена на рис. 9.8.

За допомогою макроекономічного аналізу інвестор здійснює відстеження, оцінку та критичний аналіз основних економічних індикаторів і визначає їх вплив на стан ринку цінних паперів. Саме макроекономічний аналіз дозволяє визначити, який сегмент фінансового ринку (фондовий, валютний, кредитний) на цей момент є найбільш дохідним та привабливим для вкладення коштів. Для визначення привабливості певного сегмента фінансового ринку інвесторам доцільно простежувати динаміку зміни дохідності від вкладення коштів у певний інструмент (валюту, акції, облігації тощо), здійснювати їх порівняння та прогнозування.

При проведенні фундаментального аналізу на макрорівні в міжнародній практиці розраховують макроекономічні показники, які характеризують економічну ситуацію в країні, та впливають на динаміку руху валютного й фондового ринку (рис. 9.9).



Рис. 9.8. Основні етапи фундаментального аналізу цінних паперів



Рис. 9.9. Основні групи макроекономічних індикаторів

Більшість наведених груп індикаторів розраховується в Україні, однак інформація про них публікується або не регулярно, або публічно недоступна (індекси настроїв споживачів). Інформаційним, науковим, консультативним закладам доцільно використовувати міжнародний досвід щодо розрахунку даних показників (табл. 9.3), що дасть змогу більш повно аналізувати економічну ситуацію в країні та прогнозувати її зміну на майбутнє загалом та за секторами економіки.

В Україні компанія GfK Ukraine та Міжнародний центр перспективних досліджень щомісяця розраховують *індекс споживчих настроїв* на підставі вибіркового обстеження домашніх господарств країни. Під час дослідження опитують 1000 осіб. Індекс споживчих настроїв розраховують на підставі:

- індексу поточного особистого матеріального становища;
- індексу очікуваних змін особистого матеріального становища;
- індексу очікуваного розвитку економіки країни впродовж найближчого року;
- індекс очікуваного розвитку економіки країни впродовж найближчих п'яти років;
- індексу доцільності робити великі покупки.

Таблиця 9.3

**Характеристика деяких макроекономічних індикаторів
у міжнародній фінансовій практиці**

Індикатор	Характеристика	Вплив на фондовий ринок
Індекс довіри споживачів (Consumer confidence)	Розраховується в США на основі даних щомісячного опитування 5 тис. сімей для з'ясування реакції споживачів на поточну ситуацію і ступеня споживчих надій або сумнівів на майбутнє. Вважається випереджувачим індикатором ділового циклу.	Зростання індексу позитивно впливає на динаміку фондового ринку
Індекс ділової активності (ISM index, Institute of supply Management Index)	Розраховується в США як дифузний індекс (відображає інтегральний погляд на стан промисловості) на основі 5 складових: виробництва, замовлень на продукцію, вартості сировини і матеріалів, кількості робочих місць, строку виконання замовлень.	Якщо останнім часом діяльність компанії була переважно прибутковою і процентні ставки були на рівні відносно низьких значень, зростання дифузного індексу буде найбільш ймовірно розглянутий як сигнал для зростання ринку. Якщо інші індикатори показують на наближення закінчення бізнес-циклу, то зростання індексу ISM може бути сильним сигналом до масового продажу акцій.
Індекс випереджувачих економічних індикаторів (LEI, Leading Economic Indicators)	Розраховується в США Нью-Йоркською некомерційною дослідницькою організацією при Міністерстві торгівлі щомісячно на основі таких випереджувачих показників: виробничі замовлення, заявки на допомогу по безробіттю, показник грошової маси M2, середній робочий тиждень, дозволи на будівництво, ціни на основні акції, замовлення на товари довгострокового користування, індекс споживчої довіри.	Індекс характеризує розвиток економіки протягом наступних 6 міс. Згідно з емпіричним правилом вихід значення індексу в негативну область протягом 3 міс. підряд є індикатором сповільнення розвитку економіки. Розворот індексу відбувається в середньому за 10 міс. до переходу економіки від підйому до спаду і за 1-2 міс. до зворотення в зворотньому напрямі.

Крім того, ці установи на основі опитування населення розраховують індекс поточного становища, індекс економічних очікувань, індекс інфляційних очікувань, індекс очікувань динаміки безробіття.

Однак фондові аналітики не можуть повністю використовувати ці індекси при проведенні фундаментального аналізу, оскільки не має чіткої постійної дати виходу цієї інформації (як правило, публікується в кінці наступного місяця за звітним) і вона не в повному обсязі публічно розкривається.

Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 01.04.2004 р. було схвалено “Концепцію створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб’єктів господарювання”, якою передбачено необхідність впровадження в Україні розрахунку індексів ділової активності.

Індикатори ділової активності умовно поділяються на два типи:

- індикатори поточних умов, що відображають існуючу в бізнесі ситуацію в порівнянні з попереднім періодом;
- індикатори очікувань (перспектив, оптимізму і т.п.), що відображають думку ділових кіл про майбутню зміну ситуації.

Національний банк України здійснює розрахунок *індексу ділових очікувань* на основі щоквартальних опитувань. Для розрахунку цього індексу використовуються баланси відповідей на питання щодо перспектив розвитку підприємства у наступні 12 місяців: фінансово-економічного стану підприємства, загального обсягу реалізації продукції (послуг), інвестиційних видатків на виконання будівельних робіт та в обладнання й інвентар, кількості працівників. НБУ вважає, що цей індекс може бути використаний як випереджувачий індикатор, принаймні на 1 квартал вперед, для оцінки поворотних точок економічного циклу, оскільки квартальні дані по ВВП оприлюднюються на 90 день після закінчення кварталу, а місячні дані по ВВП Державна служба статистики не розраховує. НБУ публікує індекс ділових очікувань на 15 день після закінчення кварталу (кореляція ВВП та індексу ділових очікувань, за даними НБУ, становить 0,956).

Галузевий аналіз допомагає більш повно визначити економічну ситуацію в країні та напрямки інвестиційних вкладень. Цей тип дослідження дає можливість скоротити відбір кількості цінних паперів, що буде аналізуватися, на основі встановлення найбільш інвестиційно привабливих галузей. Для здійснення галузевого аналізу необхідно вивчити динаміку та структуру основних видів економічної діяльності. Більш повно доповнити галузевий аналіз допоможе оцінка напрямків прямих іноземних інвестицій, які розкривають майбутні перспективи виробництва, аналіз стану дебіторсько-кредиторської заборгованості в галузях, обсягу прибутку та рентабельності, питомої ваги галузі в загальному обсязі експорту України, рівня та перспектив приватизації тощо.

Проведення всебічного галузевого аналізу потребує великих затрат як для пошуку інформації, так і для її обробки та констатації результатів. Тому інвестиційним аналітикам доцільно співставити витрати на аналіз і вигоду, що можна отримати в майбутньому.

На основі отриманих даних про найбільш привабливі галузі для здійснення інвестицій, інвестор здійснює оцінку підприємств-емітентів, які представляють ці галузі економіки, та цінних паперів, емітованих ними.

Оцінка акцій.

Оцінка акцій має свою специфіку залежно від цілей купівлі:

- 1) для отримання контролю над діяльністю емітента на основі придбання ліквідних цінних паперів (control, marketable);
- 2) для отримання контролю над діяльністю емітента шляхом придбання неліквідних цінних паперів (control, non-marketable);
- 3) без цілі отримання контролю (купівля незначного пакета акцій) та інвестування в ліквідні інструменти (minority, marketable);
- 4) купівля міноритарного пакета неліквідних цінних паперів (minority, non-marketable);

Для визначення “дійсної” (справедливої, внутрішньої) вартості пайових цінних паперів (цільової ціни – *target price*) при купівлі незначного (міноритарного) пакета можна використати такі методи:

- 1) метод оцінки витрат;
- 2) метод порівняння;
- 3) метод оцінки доходів.

Витратний підхід в оцінці розглядає вартість акцій з точки зору здійснених витрат.

При цьому може використовуватися метод чистої балансової вартості (*net book value*), при якому вартість акцій визнається рівною вартості активів компанії-емітента, що залишаються після погашення усіх зобов'язань:

$$P_o = \frac{\text{Усього активів за балансом} - \text{Усього зобов'язань}}{\text{Кількість емітованих звичайних акцій}}$$

При цьому, як правило, балансова вартість активів не відображає їх ринкової вартості.

Основою витратного підходу може бути принцип заміщення (replacement cost), відповідно до якого інвестор не заплатить за об'єкт суму більшу, ніж та, в яку обійдеться виробництво (придбання) аналогічного об'єкта однакової корисності. У цьому випадку ціна акцій визначається за формулою:

$$P_o = \frac{\text{Усього активів за вартістю заміщення} - \text{Усього зобов'язань за ринковою вартістю}}{\text{Кількість емітованих звичайних акцій}}$$

З вартістю заміщення пов'язаний коефіцієнт Тобіна q (Tobin's q):

$$q = \frac{\text{Ринкова вартість компанії}}{\text{Ціна активів за вартістю заміщення}}$$

Метод порівняння ґрунтується на аналізі угод купівлі-продажу аналогічних інвестиційних об'єктів, а також на пошуку недооцінених фінансових інструментів на основі визначення та аналізу ринкових мультиплікаторів цінного папера (табл. 9.4):

Для розрахунку P/E як "E" переважно застосовують "Прибуток на акцію" (Earnings per Share, EPS), який розраховується як відношення прибутку доступного власникам звичайних акцій (після відрахування дивідендів за привілейованими акціями) до середньозваженої кількості звичайних акцій, що перебувають в обігу.

На основі порівняльного аналізу можна визначити чи недооцінена акція шляхом порівняння з середніми даними по галузі, по

Таблиця 9.4

Порядок розрахунку основних ринкових мультиплікаторів акцій при портфельному інвестуванні

Акронім	Порядок розрахунку
P/E	Відношення ринкової ціни акції до обсягу прибутку на одну акцію (price / earnings)
P/B	Відношення ринкової ціни акції до обсягу власного капіталу на одну акцію (price / book value)
P/S	Відношення ринкової ціни акції до обсягу продаж на одну акцію (price / sales)
P/A	Відношення ринкової ціни акції до обсягу активів на одну акцію (price / assets)
P/DIV	Відношення ринкової ціни акції до обсягу дивідендів (price / dividends)
EV/EBITDA	Відношення вартості компанії до прибутку до оподаткування (enterprise Value/ Earnings Before Interest & Taxes, Amortization and Depreciation)
EV/S	Відношення вартості компанії до обсягу продаж (enterprise Value/Sales)

ринку загалом. Якщо показник низький – це може свідчити й про погіршення фінансового стану компанії емітента. Для економіки США в період депресії коефіцієнт P/E в середньому становить 7-9, а при економічному зростанні 15-18.

В інвестиційній практиці також почали застосовуватися вдосконалені методики розрахунку P/E , такі як PEG та $PEGY$.

PEG (*Price/Earnings to Growth*) – “Ціна–Прибуток / *Picm*”. Цей ринковий мультиплікатор застосовується для оцінки швидкозростаючих компаній і враховує зростання прибутків компанії в розрахунку на акцію. PEG допомагає оцінити P/E на предмет його відповідності очікуваному зростанню прибутків компанії. P/E відображає лише минуле компанії, тоді як PEG намагається врахувати тенденції зростання.

$$PEG\ Ratio = (P/E) / (\text{Запланований } picm\ EPS).$$

Якщо PEG рівний 1, то це означає, що ринкова ціна на 100% відображає зростання прибутків на акцію. Якщо PEG більше 1, то це вказує на переоціненість акцій або, що ринок очікує майбутнього зростання прибутків компанії з темпами, що перевищують поточні. Якщо ж PEG менше 1, то акції або недооцінені, або ринок очікує падіння прибутків емітента. Якщо ринок збалансований і справедливо оцінює акції компанії, то PEG повинен бути близько 1.

Різновидом PEG є $PEGY$ Ratio:

$PEGY$ Ratio = $(P/E) / (\text{Запланований } picm\ EPS + \text{Дивідендна дохідність})$. Коефіцієнт дає змогу враховувати очікувані виплати дивідендів. Акції емітентів, які регулярно виплачують більші дивіденди, більш привабливі для включення в банківський інвестиційний портфель. Якщо значення $PEGY$ менше 1, можна припустити, що акції недооцінені, і навпаки.

P/B відображає розрив між ринковою капіталізацією компанії й бухгалтерською вартістю її власного капіталу. P/B залежить від показника P/E і рентабельності власного капіталу (ROE):

$$P/B = P/E \cdot ROE.$$

Розходження між P/B й ROE можуть свідчити про потенціал емітента акцій з погляду інвесторів. Комбінація низького ROE і високого P/B може вказувати на переоцінку акцій, і, навпаки, високий ROE

і низький P/B переважно пов'язаний з тим, що ринок недооцінює потенціал емітента акцій. При зростанні ROE має збільшуватися й коефіцієнт P/B . Якщо цього не відбувається і немає причин для зміни P/E , то ринок не відреагував на фундаментальні зміни в компанії. Для формулювання аналітичних висновків потрібно розглядати мультиплікатори й показники рентабельності протягом тривалих періодів часу.

P/S або відношення “Ціна-Обсяг продажів” показує залежність ціни акції від величини обсягу продажів компанії. Його значення в класичному варіанті коливається від 0,4-0,8. Якщо показник є меншим, ніж задані межі, то акція недооцінена і навпаки. Цей мультиплікатор можна пов'язати з мультиплікатором P/E :

$$P/S = P/E \cdot E/S.$$

Низький P/S може вказувати й на низьку прибутковість операцій, а не на недооціненість акцій. На основі показника P/S можна робити висновок про недооціненість акцій лише у випадку, якщо маржа чистого прибутку при продажах (E/S) не нижче середнього рівня в галузі.

P/A або коефіцієнт “Ціна-Активи” (*Price/Assets Ratio*) показує співвідношення між ринковою вартістю компанії та сукупною величиною її активів.

Він також може бути визначений через P/E і рентабельність активів (ROA):

$$P/A = P/E \cdot ROA.$$

P/DIV використовується для акцій, за якими сплачуються дивіденди (“дохідні” акції). Він дозволяє визначити залежність ціни на акцію від дивідендної компанії емітента при дослідженні динаміки за тривалі періоди часу. Цей мультиплікатор можна зв'язати з мультиплікатором P/E :

$$P/DIV = (P/E) / (1 - b),$$

де b – частка прибутку, що виплачується у вигляді дивідендів.

$EV/EBITDA$ використовується для співставлення компаній, які працюють у різних системах обліку та оподаткування, і показує як ринок оцінює одиницю прибутку компанії. Цей мультиплікатор найбільш об'єктивно відображає вартість об'єкта оцінки.

$$EV (\text{Enterprise value}) = \text{Ринкова капіталізація} + \\ + \text{Боргові зобов'язання} + \text{Вартість привілейованих акцій} - \\ - \text{Грошові кошти та їх еквіваленти.}$$

Ринкова капіталізація = Ринкова ціна акції · Кількість випущених акцій.

EBITDA (від англ. *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – прибуток до вирахування витрат на сплату податків, процентів та нарахованої амортизації.

EV/S – відношення вартості компанії до обсягу продаж, показує, наскільки ринкова оцінка компанії співставна з її оборотом.

Дохідний метод є найбільш привабливим з точки зору інвестиційних мотивів, оскільки під вартістю акцій розуміється не вартість набору активів, а оцінка потоку майбутніх доходів.

Основним методом оцінки є *метод дисконтованих грошових потоків (DCF)*. Цей метод заснований на припущенні, що вартість, яку готовий сплатити потенційний власник за акції або за бізнес, визначається на основі прогнозу грошових потоків, які він може розраховувати одержати від компанії в майбутньому. Грошовий потік компанії в спрощеному вигляді включає прибуток та амортизаційні відрахування.

Прогнозовані грошові потоки до певного моменту часу (звичайно це 5–10 років) і грошові потоки в постпрогнозний період приводяться до поточної вартості на дату проведення оцінки шляхом дисконтування за ставкою, що відображає ризик, пов'язаний з надходженням даних грошових потоків.

$$DCF(PV) = C_1 / (1+r) + C_2 / (1+r)^2 + \dots + (C_n + C_{\text{зал.}}) / (1+r)^n,$$

де C_n – грошовий потік в рік n ;

$C_{\text{зал.}}$ – залишкова вартість підприємства;

r – річна ставка процента.

Для отримання справедливої вартості акцій (V) дисконтований грошовий потік (DCF) ділиться на кількість акцій, емітованих підприємством (N):

$$V = \frac{DCF}{N}.$$

Надалі справедлива ціна співвідноситься з існуючою ціною акцій на ринку. Якщо справедлива вартість вища, то необхідно купувати акції і навпаки.

Варіантом цього методу є модель дисконтування дивідендів (*dividend discount model*), в якій грошовий потік за акцією вимірюється дивідендами (D), які інвестор очікує отримати. Вартість акції визначається за формулою:

$$V = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t},$$

де k – відповідна ставка дисконтування для фінансових потоків (дивідендів) даного ступеня ризику.

Якщо розрахована справедлива або внутрішня вартість (*intrinsic value*) акцій є вищою за ціну купівлі акцій (P), то їх необхідно купувати, тобто чиста приведена вартість вкладень в акції є більше нуля, і навпаки:

$$NPV = V - P = \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \right] - P.$$

Основна проблема застосування цієї моделі – спрогнозувати величину дивідендів на прогностичні періоди.

Залежно від темпу зростання дивідендів виокремлюють такі варіанти *DDM*:

1. *Модель нульового зростання (zero-growth model)*:

$$V = \frac{D_0}{k},$$

при якій: $D_0 = D_1 = D_2 = D_\infty$.

2. *Модель постійного зростання (constant growth model)* або *модель Гордона-Шапіро (Gordon-Shapiro model)*, тобто з однаковим темпом зростання дивідендів:

$D_t = D_0 \cdot (1+g)^t$, де g – постійний темп зростання (процентне зростання у вигляді десяткового дробу).

У цьому випадку вартість акцій визначається за формулою:

$$V = D_0 \cdot \left(\frac{1+g}{k-g} \right) = \frac{D_1}{k-g}$$

3. *Модель змінного зростання (multiple-growth model)* передбачає, що через певний період у майбутньому (T) дивіденди будуть зростати з постійним темпом g .

$$V = V_{T^-} + V_{T^+} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{D_{T+1}}{(k-g) \cdot (1+k)^T},$$

V_{T^-} – приведена вартість акцій за період часу (до T), коли виплачувалися різні за обсягом дивіденди;

V_{T^+} – приведена вартість акцій за період часу ($T+1$), коли дивіденди зростали з постійним темпом g .

На сучасному етапі у вітчизняній практиці на фондовому ринку інвестиційні аналітики переважно використовують модель дисконтування грошових потоків, яка враховує, перш за все, прибуток, а не дивіденди. Ще в 1961 р. Мертон Міллер і Франко Модільяні визначили, що в основі вартості звичайної акції є прибуток, а не дивіденди.

Оцінка облигацій.

Основними характеристиками облигацій є такі:

- *номінальна вартість (face value, principal, par value)*, яка повертається інвестору після закінчення строку обігу облигації. Номінальна вартість облигацій може також сплачуватися частинами разом з купонними платежами (амортизовані облигації);

- *купонний платіж (coupon)* – періодичні процентні платежі, які отримує власник облигації;

- *купонна процентна ставка (coupon interest rate)* – визначається як відношення купонного платежу до номіналу облигації. Купонна ставка може бути *фіксована*, яка не змінюється протягом строку обігу облигацій або *плаваюча*, яка змінюється залежно від зміни певної базової процентної ставки – *LIBOR* (Лондонська процентна ставка за міжбанківськими кредитами), *UIRD* (український індекс ставок за депозитами фізичних осіб) тощо, які розраховуються щоденно та публікуються відповідними інформаційними агенціями (*Thomson Reuters*). Наприклад, купонна ставка може бути встановлена умовами емісії як *LIBOR + 5%*;

- *строк до погашення (maturity date)* – дата, коли має бути сплачено номінальну вартість та всі передбачені купонні платежі;

- *наявність умови про достроковий викуп (оферти до погашення)* – можливість дострокового викупу облигацій в інвесторів у визначені в проспекті емісії строки (як правило, раз на півроку). У міжнародній практиці достроковий викуп здійснюється за ціною

вище номіналу (різниця між ціною викупу та номіналом називається премією за відклик);

– *ліквідність*, тобто можливість інвестора продати облігації в будь-який момент на ринку за сприятливими цінами. Чим вища ліквідність облігації, тим менша дохідність до погашення і вища внутрішня вартість;

– *ймовірність неплатежу (дефолту)*, тобто невиконання зобов'язань зі сплати купонних платежів та номіналу у встановлені строки. Цей параметр оцінки облігацій визначається на основі аналізу фінансового стану емітента та наявних кредитних рейтингів.

При здійсненні вкладень у цінні папери з фіксованим доходом для визначення об'єктів для інвестицій використовується *метод оцінки на основі капіталізації доходу (capitalization of income method of valuation)*.

Внутрішня вартість облігації визначається за формулою:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y^*)^t} + \frac{N}{(1+y^*)^n},$$

де N – номінальна вартість облігації; C – періодичні купонні платежі за облігаціями, y^* – “справедлива” (суб'єктивно визначена інвестором) ставка дисконтування (*required yield, RY*).

Ставка RY є оцінкою дохідності фінансових інструментів з порівняльним ризиком, так званих альтернативних інструментів. Вона визначається шляхом дослідження дохідностей, що пропонуються на ринку за аналогічними (порівняльними) облігаціями.

Інвестору для визначення об'єкта для вкладення коштів необхідно розрахувати *дохідність до погашення облігації (yield to maturity, YTM – y)* за відомих ринковій ціні (P), номіналі (N) та купонних платежах (C):

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^n} + \frac{N}{(1+y)^n}.$$

Якщо $y > y^*$, то облігація недоціонена і навпаки.

Якщо розрахована справедлива або внутрішня вартість (*intrinsic value*) акцій є вищою за ринковий курс облігацій (P), то їх необхідно купувати, тобто чиста приведена вартість вкладень в облігації є більша від нуля, і навпаки:

$$NPV = V - P = \left[\sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^n} + \frac{N}{(1+y)^n} \right] - P.$$

Існують наступні залежності між дохідністю до погашення і купонною ставкою (r_c) залежно від співвідношення ринкової ціни облигації та її номіналу:

- якщо $P = N$, то $YTM = r_c$;
- якщо $P > N$, то $YTM < r_c$ (облігація продається з премією);
- якщо $P < N$, то $YTM > r_c$ (облігація продається з дисконтом).

Крім того, при оцінці облигацій *визначається поточна дохідність (current yield)* як відношення купонного доходу до ринкової ціни:

$$\text{Поточна дохідність} = \frac{C}{P}$$

Нобелівський лауреат з економіки (1990 р.) У. Шарп визначив такі п'ять теорем щодо оцінки облигацій:

1. Якщо ринковий курс облигації збільшується, то дохідність до погашення має падати, і навпаки, якщо ринковий курс облигації зменшується, то дохідність до погашення має зростати.

2. Якщо дохідність облигації не змінюється протягом її обігу, то величини дисконту та премії будуть зменшуватися при зменшенні строку до погашення (рис. 9.10).

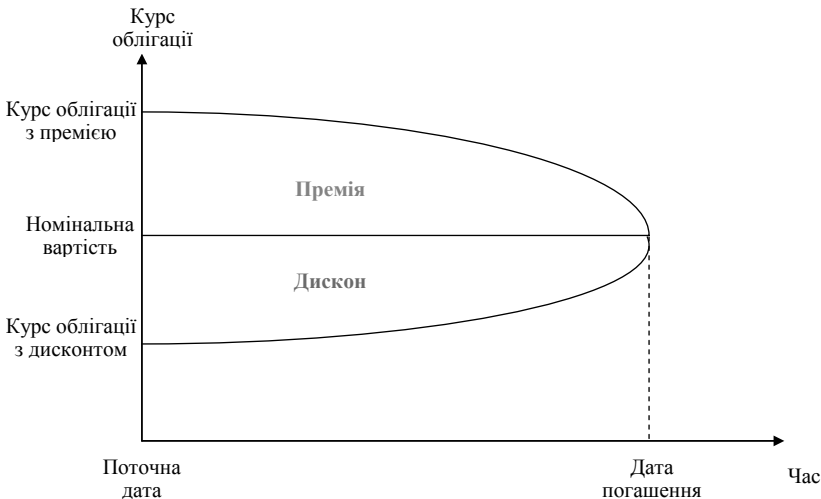


Рис. 9.10. Зміна курсу облигації за час її обігу (за умови, що її дохідність до погашення є постійна)

3. Якщо дохідність облігації не змінюється протягом її обігу, то величини дисконту та премії будуть зменшуватися тим швидше, чим швидше зменшуватиметься строк до погашення.

4. Зменшення дохідності облігації приводить до зростання її курсу на величину більшу, ніж відповідне падіння курсу при збільшенні дохідності на ту саму величину.

5. Відносна зміна курсу облігації (в %) в результаті зміни дохідності буде тим менша, чим вища купонна ставка.

Оцінка опціонів.

Для визначення вартості (премії) опціонів використовується модель Блека-Шоулза (розроблена у 1973 р.):

$$V_c = N(d_1) \cdot P_s - \frac{E}{e^{RT}} \cdot N(d_2),$$

$$N(d_1) = \frac{\ln(P_s / E) + (R + 0,5 \cdot \sigma^2) \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}},$$

$$N(d_2) = \frac{\ln(P_s / E) + (R - 0,5 \sigma^2) T}{\sigma \sqrt{T}} = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T},$$

де P_s – ціна базового активу;

E – ціна виконання опціону;

R – безризикова річна процентна ставка, яка нараховується неперервно;

T – час до закінчення дії опціону, який представляється в частках в розрахунку на рік;

σ – ризик базової звичайної акції, що вимірюється стандартним відхиленням дохідності акції, представлений як процент, що нараховується неперервно в розрахунку на рік.

Модель, що використовується, розроблена для європейських опціонів на купівлю (call).

У. Шарп визначає такі статистичні залежності при зміні однієї із змінних, коли решта чотири змінні зберігають свої значення:

- 1) чим вища ціна базисної акції P_s , тим більша вартість опціону;
- 2) чим вища ціна виконання E , тим менша вартість опціону;
- 3) чим більше часу до дати закінчення дії опціону T , тим більша вартість опціону;

- 4) чим вищий ризик звичайної акції, тим більша вартість опціону.

Ціна опціону з моделі Блека-Шоулза – це справедлива ціна, тому що за будь-якої іншої ціни є можливість отримання безризикового прибутку за допомогою відкриття компенсуючої позиції за відповідними акціями; так, якщо ринкова ціна опціону call вища отриманої в моделі, то інвестор може продати опціон call і купити певну кількість акцій.

Оцінка ф'ючерсів.

Ціноутворення ф'ючерсів базується на *гіпотезі очікувань* (*expectations hypothesis*), згідно з якою ціна купівлі ф'ючерсного контракту P_f дорівнює очікуваній спотовій ціні \overline{P}_s (на ринку базового активу) на дату постачання:

$$P_f = \overline{P}_s.$$

Спекулянт, який купив ф'ючерсний контракт за ціною P_f буде надіятися продати його на дату постачання за вищою ціною \overline{P}_s . Таке співвідношення між ф'ючерсною ціною та очікуваною спотовою ціною називається “*нормальне беквардейш або депорт*” (*normal backwardation*), згідно з яким можна очікувати зростання ф'ючерсної ціни на протязі дії контракту (рис. 9.11).

Якщо спекулянт, який продав ф'ючерс за ціною P_f прогнозує викупити на дату постачання за нижчою ціною \overline{P}_s , то таке співвід-

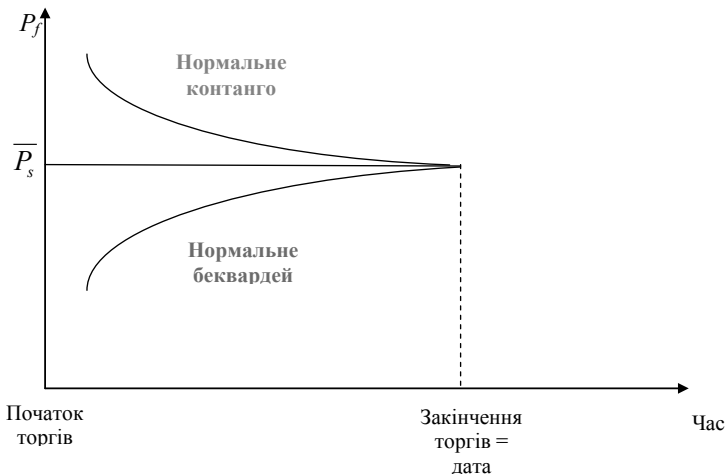


Рис. 9.11. Ціна ф'ючерсу протягом часу, коли очікувана спотова ціна в момент постачання є незмінною

ношення отримало назву “*нормальне контанго*” (*normal contango*), яке передбачає падіння ф’ючерсної ціни протягом дії контракту.

Різниця між ф’ючерсною та спотовою ціною називається *базисом*.

Оцінка ф’ючерса здійснюється за ціною, яка визначається залежно від типу базового активу.

У базовому варіанті ціна ф’ючерса визначається так:

$$P_f = P_s + I - B + C,$$

де I – величина ставки процента за безризиковими цінними паперами (R), від якого відмовляється власник, зберігаючи у себе актив;

B – вигода від володіння активом (наприклад, дивіденди за акціями);

C – витрати на зберігання (наприклад, зерно на складі).

$(I - B + C)$ називається *ціною постачання* (*cost of carry*).

Для процентних ф’ючерсів (базовий актив, процентна ставка за державними цінними паперами, базові процентні ставки типу *LIBOR* тощо) ціна визначається за формулою:

$$P_f = P_s \cdot (1 + R).$$

Ця формула показує, що ціна ф’ючерса буде вищою спотової ціни на величину ставки процента за безризиковими цінними паперами (R), від якого відмовляється власник, зберігаючи у себе актив.

Для ф’ючерсів на фондовий індекс ціна ф’ючерса залежить від поточного значення індексу (P_s), безризикової ставки за державними цінними паперами (R) та ставки дивідендної дохідності (y):

$$P_f = P_s + R \cdot P_s - y \cdot P_s.$$

Процент, від якого відмовляється інвестор (I), тут становить $R \cdot P_s$, а вигода від володіння – це дивіденд $y \cdot P_s$.

ТЕХНІЧНИЙ АНАЛІЗ передбачає вивчення ринку цінних паперів лише шляхом використання графіків ціни та обсягу продаж цінних паперів. Він ґрунтується на таких принципах:

1) *відображення* – усі події (економічні, політичні, соціальні та інші) враховані у цінах фінансових інструментів;

2) *тренда* – динаміка цін рухається у певному напрямку;

3) *повторюваності* – рух цін має здатність через певний період повторюватись.

Е. Л. Найман у книзі “Мала енциклопедія трейдера” стверджує, що основним правилом роботи при аналізі трендових ліній і моделей є “*the trend is your friend*” (“тренд ваш друг”).

Основні переваги, які отримують трейдери від використання технічного аналізу порівняно з фундаментальним аналізом, полягають у наступному:

1) мала кількість вхідної інформації (головний постулат технічного аналізу твердить, що вплив усіх факторів відображається в ціні, тому необхідно вивчати лише її динаміку);

2) простота та легкість обробки даних (існує багато комп’ютерних програмних продуктів з технічного аналізу – MetaStock, MetaTrader та інші);

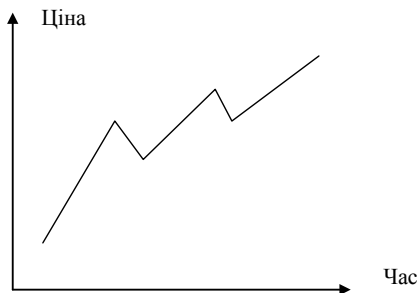
3) можливість більш точно визначити час укладання угоди.

Не позбавлений технічний аналіз цінних паперів і окремих недоліків, найсуттєвішим з яких є наявність декількох індикаторів, які мають лише певну ймовірність щодо достовірності сигналів купівлі-продажу цінних паперів, а також індикаторів, ефективність яких логічно пояснити не можна (наприклад, на фондовому ринку США аналітики використовують так званий “Січневий барометр”, який підтверджує кореляцію між тим, що відбувається на ринку в перші п’ять днів січня, і протягом усього року. З 1950 р. до 1985 р. барометр правильно передбачив напрямок руху ринку 31 раз (86% точності).

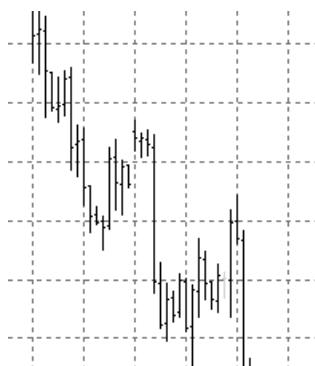
Крім того, технічний аналіз переважно дає кращі результати при короткостроковому інвестуванні, а в довгостроковому аспекті доцільно брати до уваги і висновки фундаментального аналізу ринку цінних паперів.

Для здійснення технічного аналізу використовують такі основні типи графіків:

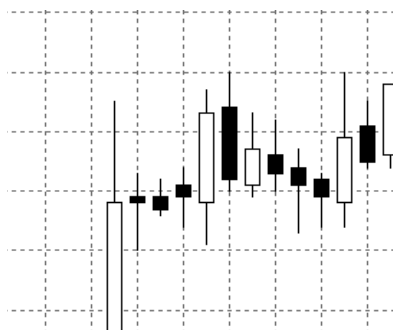
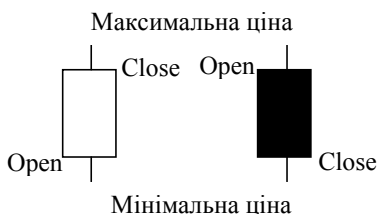
1) лінійний графік:



2) графіків відрізків (барів):



3) японські свічки:



У проміжку між цінами закриття і відкриття будується прямокутник, який називається тілом свічки. Вертикальні лінії зверху і знизу тіла свічки називаються тінями. Якщо тіло свічки чорного кольору, то ціни протягом торгового дня знизилися (ціна відкриття > ціни закриття), якщо тіло білого кольору – ціни зросли (ціна відкриття < ціни закриття).

Початковий етап технічного аналізу ставить за мету визначити характер руху ціни, тобто наявність тренду.

Тренд (англ. trend – тенденція) – загальна тенденція за різнонаправленого руху, визначена загальною спрямованістю змін показників часового ряду.

Для побудови трендів використовуються (рис. 9.12):



Рис. 9.12. Лінії підтримки, опору та флет

1) лінія підтримки (support), яка будується через з'єднання важливих мінімумів ціни;

2) лінія опору (resistance), яка будується через з'єднання важливих максимумів ціни.

Тренд поділяється на такі види:

- 1) тренд биків, тобто наявність тенденції зростання ціни;
- 2) тренд ведмедів, тобто наявність тенденції падіння ціни;
- 3) боковий тренд (флет) – відсутність чітко вираженого напрямку руху ціни.

Рух ціни акцій має переважно різновекторний характер, що дає змогу торговцям застосовувати відповідний інструментарій технічного аналізу (рис. 9.13).

Розпізнавання моделей поведінки ціни передбачає побудову трендових моделей та фігур для підтвердження тренду або визначення його поворотних моментів (реверсивні фігури).

До фігур продовження тенденції (continuation patterns), після появи яких є висока ймовірність продовження існуючого тренду, належать трикутники, прямокутники (рис. 9.14), прапори і т.д.



Рис. 9.13. Інструментарій технічного аналізу

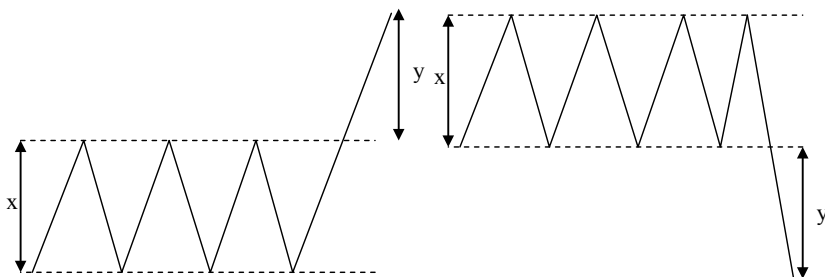


Рис. 9.14. Фігура технічного аналізу “прямокутник”

В середині прямокутника формується коридор цін без чіткого направленого руху, коли відбувається прорив опору, то цільова ціна визначається як $x = y$. Щоб визначити, в яку сторону буде пробій прямокутника, необхідно стежити за обсягами торгів. Якщо обсяг торгів збільшується при наближенні ціни до рівня опору, то пробій буде вверх, якщо обсяг зростає при наближенні до лінії підтримки, то пробій буде вниз.

До *реверсивних фігур (reversal patterns)*, що вказує на зміну тренду, належать “голова та плечі” (рис. 9.15), “подвійна вершина”, “подвійне дно” тощо.

За наявності фігури “голова та плечі”, коли ціни пробивають “лінію шиї”, на основі $x = y$ можна визначити цільову ціну для отримання прибутку.

Моделі руху за трендом передбачають аналіз ковзних середніх, які використовуються для визначення тренду та сигналів купівлі-продажу.

Ковзна середня (moving average, MA) використовується для згладжування лінії цифрового ряду. Ковзна середня слідує з певним лагом за головною тенденцією, фільтруючи дрібні коливання.

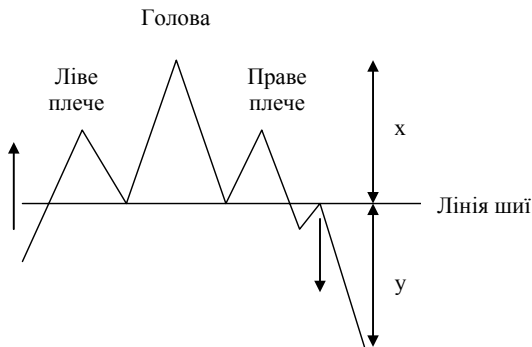


Рис. 9.15. Фігура технічного аналізу “голова та плечі”

Проста ковзна середня (simple moving average, SMA) визначається за формулою:

$$SMA = (\text{Сума цін за період часу}) / \text{Порядок середньої.}$$

Порядок середньої – це кількість цін, що використовується для обчислення.

Основний недолік SMA – це систематичне запізнювання сигналу, а тому для прогнозування цін використовують експоненціальну ковзну середню (exponentially moving average, EMA):

$$EMA = (\text{Ціна сьогодні} \cdot K) + (EMA \text{ вчора} \cdot (1-K)),$$

$$K = 2 / (N+1),$$

де N – період, за який розраховується EMA (порядок EMA).

Дмитро та Олександр Цигліни в книзі “Біржа.UA” пропонують на вітчизняному фондовому ринку для короткострокової та позиційної торгівлі використовувати порядок EMA 9 та 13,22. Для більш довгострокової торгівлі доцільно протестувати EMA з більшим періодом усереднення.

Е. Найман пропонує використовувати такі порядки середніх:

- аналізуючи 6-денний графік цін, – 8,13,21 порядки середніх;
- аналізуючи 1-денний графік цін, – 8,13,21, 55 та 89 порядки середніх;
- аналізуючи 3-годинний графік цін, – 8,34,55,89,144 порядки середніх;

- аналізуючи 1-годинний графік цін, – 8,34,55,89,144 порядки середніх;
- аналізуючи менше ніж 15-хвилинний графік цін, – 35,55,144 порядки середніх.

Якщо ковзна середня знаходиться нижче цінового графіка (відрізок АВ на рис. 4.34), то домінують “бики” (здійснюють операції на підвищення ціни), якщо навпаки (відрізок ВС), то – “ведмеді” (здійснюються операції на пониження ціни). Для визначення моменту купівлі-продажу цінних паперів слід використовувати точки перетину ціни та середньої. Якщо ціна перетинає середню зверху вниз, необхідно продавати (точка D на рис. 9.16), і навпаки.

На підставі ковзних середніх будується доволі популярних у практиці трейдерів індикатор – MACD-гістограма. Розраховуючи її, від експоненціальної середньої з меншим періодом (автори методу пропонують використовувати середню з порядком 12) віднімається експоненціальна середня з більшим порядком (з порядком 26) і отриманий результат ще раз згладжується за допомогою ЕМА (автори пропонують з порядком 9) для усунення випадкових коливань:

$$MACD = EMA(9) [A],$$



Рис. 9.16. Динаміка ковзних середніх

$$A = EMA(12)[i] - EMA(26)[i],$$

де i – ціна.

Якщо гістограма зростає, то це є підвищенням сили “биків”, і навпаки.

Виокремлюють такі сигнали для аналізу MACD-гістограми:

- якщо MACD знаходиться нижче нульової лінії, то тренд “ведмежий”, а якщо вище – тренд “биків”;
- точки пересікання MACD із серединою (нульовою лінією)
- якщо зверху вниз, то необхідно закривати частину позицій на продаж, якщо знизу вверх – необхідно закрити частину позицій вверх;
- точки, які слідують за максимумом або мінімумом значень MACD (попередження для угоди). Якщо підтверджується іншими сигналами, необхідно здійснювати операцію.

На основі MACD визначаються конвергенція / дивергенція ринку:

- розходження “биків” виникає тоді, коли новий максимум ціни (відрізок GH на рис. 9.17) не підтверджується новим максимумом індикатора ціни (відрізок EF на рис. 9.17), тобто пік ціни вищий за попередній, а відповідний пік індикатора нижчий попереднього;

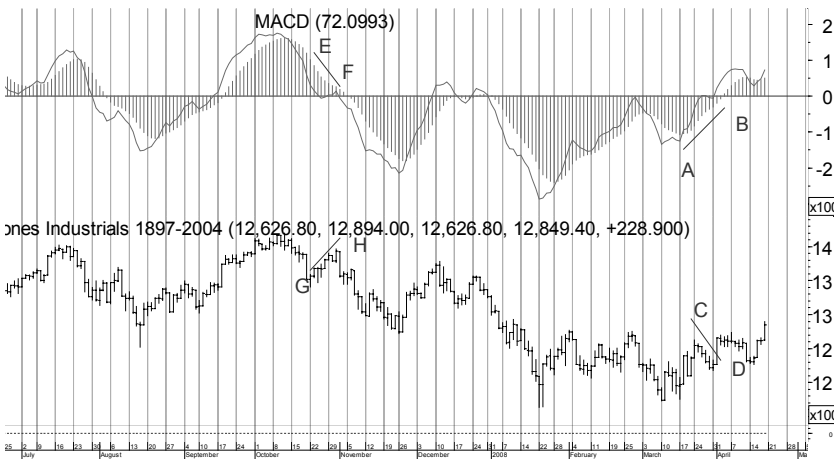


Рис. 9.17. Індикатор MACD-гістограма

- сходження “ведмедів” виникає тоді, коли новий мінімум ціни (відрізок AB на рис. 9.17) не підтверджується новим мінімумом індикатора (відрізок CD на рис. 9.17), тобто “дно” ціни нижче попереднього, а відповідне “дно” індикатора вище попереднього.

Наявність таких сходжень / розходжень вказує на слабкість діючого тренду.

Третім видом торгових систем є *протитрендові моделі*, основу яких становлять осцилятори, що відображають імпульси зміни ціни фінансового інструмента. Їх ще називають інерційними індикаторами. Як згадувалось вище, більшість осциляторів потребують даних щодо ціни відкриття, закриття, а також максимальної та мінімальної цін цінних паперів. Прикладами осциляторів є такі:

1) Momentum (розраховується як різниця поточної та попередньої цін);

2) ROC (Rate of Change) – відношення ціни поточного дня до ціни попереднього;

3) RSI (Relative Strength Index), який розраховується таким чином:

$$RSI = 100 - [100 / (1 + RS)],$$

де RS – відношення суми позитивних та негативних змін ціни за період.

$$RS = CU / CD,$$

де CU – середнє значення позитивних змін ціни;

CD – середнє значення негативних змін ціни.

$$CU = \frac{\sum_{j=1}^n (C_j - C_{j-1})}{N}$$

при $C_j - C_{j-1} - I > 0$.

$$CD = \frac{\sum_{j=1}^n (C_j - C_{j-1})}{N}$$

при $C_j - C_{j-1} - I < 0$.

Автор (Дж. Уоллес) рекомендує в ролі основного параметру використовувати період середньої 14.

Цей осцилятор є одним з найбільш популярних серед технічних аналітиків і допомагає визначати моменти перекупленого або перепроданого ринку. Наприклад, якщо RSI перетинає горизонтальну лінію із значенням 70, то ринок перекуплений, та необхідно продавати (точка *A* на рис. 9.18), а якщо значення 30 – то перепроданий, та доцільно купувати (точка *B* на рис. 9.18). Найсильнішим сигналом осциляторів є розходження графіків ціни та осциляторів: “бичаче” розходження – графік ціни рухається вгору, а осцилятор – вниз; “ведмеже” сходження – графік ціни рухається вниз, а осцилятор – вгору. Дивергенція вказує на ймовірну зміну тренду.

На сучасному етапі трейдери здійснюють свої операції на ринку цінних паперів, використовуючи торгові системи, тобто певний набір правил та процедур, що використовуються для ідентифікації сигналів купівлі-продажу цінних паперів.

Торгові системи поділяються на:

- 1) дискретні торгові системи – дають певні сигнали торгівлі, які на їх підставі приймає кінцеве рішення;
- 2) механічні торгові системи (МТС), які є програмами, що дозволяють здійснювати операції на ринку з цінними паперами на основі визначеного алгоритму, тобто визначати цінові точки входу



Рис. 9.18. Динаміка осцилятора RSI

та виходу з ринку. МТС можуть бути як частково, так і повністю автоматизовані (торгові роботи).

Здійснення операцій великими інституційними інвесторами з використання МТС називається *програмною торгівлею*. За визначенням Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE), до програмної торгівлі належить подача ордера на купівлю-продаж не менше 15 цінних паперів загальним обсягом більше \$ 1 млн.

На Лондонській фондовій біржі (в 2009 р.) частка торгових робіт у загальному обсязі торгів становила близько 30%, на NYSE – 48%.

Програмна торгівля є причиною значних цінових коливань та навіть обвалів на фондовому ринку.

Найбільш відомою є *торгова система “трьох екранів” (triple screen) О. Елдера*:

1) *перший екран* відображає головну тенденцію. Це здійснюється на основі тижневого графіка MACD-гістограми або ЕМА. Якщо гістограма знижується, то розглядаються лише варіанти щодо продажу. Сигнал буде сильнішим, якщо MACD знаходиться нижче нуля. На думку О. Елдера тенденція, визначена на першому екрані, подібна припливу;

2) *другий екран* визначає середньострокову тенденцію за допомогою осциляторів (RSI та інші) на денному графіку. Якщо перший екран показує, що є ринок “биків” і осцилятори знаходяться в зоні перепроданості, то це гарний сигнал для купівлі і навпаки. Сигнали осциляторів на другому екрані є ринковими хвилями, які можуть йти як проти хвиль припливу, так і за хвилями. Торгова система розглядає лише ті ринкові хвилі, які не суперечать хвилям припливу;

3) *третій екран* визначає короткострокову тенденцію, фіксуючи прориви цін за максимумами та мінімумами попереднього дня. Якщо ціна досягає нового максимуму порівняно з минулим днем, тижнева тенденція зростає, а денні осцилятори знизилась у зону перепродажу, то це сигнал для купівлі. Якщо ж ціна досягає нового мінімуму порівняно з минулим днем, тижнева тенденція знижується, а денні осцилятори піднялись у зону перекупленості, то це сигнал для продажу. Третій екран – це “бриж” ринку.

Для використання певної торгової системи на практиці її обов’язково необхідно протестувати на історичних даних.

§4. Управління портфельними інвестиціями

Здійснюючи портфельне інвестування, доцільно значну увагу приділяти проведенню ефективного управління портфелем фінансових інвестицій, яке забезпечить дохідність, що буде достатньою для фінансування витрат, пов'язаних із залученням ресурсів, та гарантуватиме певну величину прибутку.

Класично виділяється дві методології управління портфелем цінних паперів:

1. *Активна* – полягає в здійсненні постійного перегрупування портфеля цінних паперів з метою отримання дохідності вищої, ніж середня на ринку. Вона базується на гіпотезі про відсутність ефективності ринку, тобто вплив всіх факторів миттєво не відображається у курсах цінних паперів та здійснюється пошук недооцінених фінансових інструментів і їх придбання сподіваючись, що ринок через певний час вирівняє їх ціну із “дійсною”.

2. *Пасивна* – ґрунтується на ефективності ринку і неможливості віднайти недооцінені фондові цінності, тому пропонується формувати портфелі відповідно до певного індексу, дохідність якого відображає середні ринкові прибутки, розмір яких перевищити практично нереально. Деколи його називають індексуванням, хоча воно не обмежується лише стратегією слідування певному фондовому індексу.

Основні характеристики цих методів найбільш точно сформулював американський спеціаліст з інвестиційного управління Ф. Фабоцці (рис. 9.19).

Види активних та пасивних методів управління портфелем фінансових інвестицій відображено на рис. 9.20.

Пасивне управління портфелем облігацій.

Індексація – полягає в побудові портфеля боргових зобов'язань, характеристики якого повністю повторюють певний облігаційний індекс.

Індексні стратегії включають такі способи імітації індексів облігацій:

1. Спосіб стратифікованої вибірки – індекс поділяється на комірки, кожна з яких показує різноманітні характеристики індексу (строк погашення, купон, сектор ринку та ін.). Його ціль полягає у виборі з усіх випусків цінних паперів, що входять до складу індексу,



одного чи декількох у кожній комірці, які будуть відображати усю комірку. Вага комірки в дублюючому портфелі повинна бути пропорційна ринковій вартості всіх випусків, що входять у цю комірку.

2. Оптимізаційний підхід – аналогічний попередньому, але вибір комірок та випусків, що його складають, здійснюється відповідно до певних критеріїв оптимізації і заданих обмежень.

3. Спосіб мінімізації варіації – цей підхід вимагає використання статистичних даних для оцінки варіації помилки спостереження, що здійснюється за допомогою оцінки цінової функції для кожного випуску облігацій.

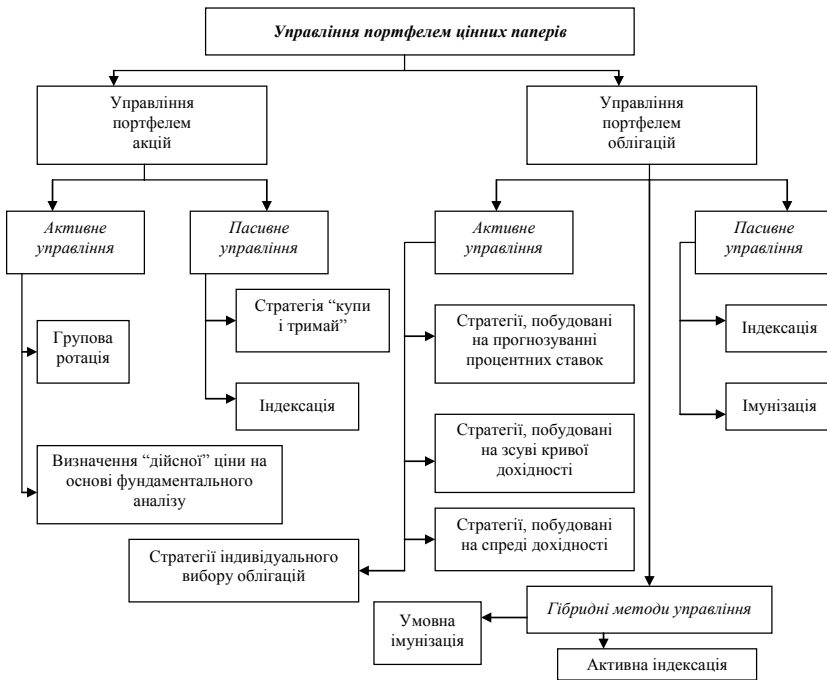


Рис. 9.20. Види активного та пасивного управління портфелем цінних паперів

Необхідність використання перелічених способів побудови індексного портфеля пояснюється: 1) неможливістю купівлі всіх облігацій, які входять в індекс через значні операційні витрати, що зможуть суттєво зменшити сукупну дохідність портфеля; 2) ймовірністю придбання фінансових інструментів за цінами, що відрізняються від врахованих під час розрахунку індексу. А тому саме за рахунок вищенаведених методів імітації облігаційних індексів ці проблеми можна переважно вирішити.

Імунізація базується на показникові дюрації облігацій. Вона є зваженим середнім строків часу до настання решти платежів. Вперше цей показник запропонував Ф. Маколей (Macaulay) в 1938 р., який стверджував, що найкращим показником середнього життя облігації необхідно вважати час надходжень від неї в потік готівки (купони, виплата номіналу) із врахуванням часової вартості грошей.

Дюрація вираховується так:

$$D = \left[\frac{1 \cdot C}{(1+r)^1} + \frac{2 \cdot C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{n \cdot C}{(1+r)^n} + \frac{n \cdot N}{(1+r)^n} \right] \cdot \frac{1}{P},$$

де D – дюрація облігації; C – величина купонної виплати; r – ставка дисконтування; n – число періодів; N – величина номіналу облігації; P – ціна облігації.

Основне призначення вказаного показника – це визначення чутливості ціни облігації до зміни процентних ставок.

На основі дюрації в 1952 р. американець Ф. М. Реддінгтон запропонував імунізацію як інвестування, яке захищає вартість від зміни процентної ставки, а лауреат Нобелівської премії з економіки П. Самуельсон обґрунтував стратегію імунізації в галузі оцінки та регулювання процентного ризику банку. Ця стратегія полягає у мінімізації процентного ризику за рахунок побудови портфеля боргових інструментів, потік коштів від якого використовується для фінансування зобов'язань банку.

Для цього необхідно, щоб: 1) протягом встановленого інвестиційного горизонту дюрація портфеля збігалася з дюрацією майбутніх зобов'язань (умова, запропонована П. Самуельсоном); 2) дисперсія активів перевищувала дисперсію зобов'язань (умова, запропонована Ф. Реддінгтоном).

Проте для забезпечення ефективності імунізації періодично проводять ребалансування портфеля (це недолік стратегії), щоб дотримувалась умова рівності дюрацій, оскільки вона змінюється, якщо змінюється ринкова дохідність, а також може змінитися потік зобов'язань (дострокове вилучення депозитів).

Активне управління портфелем облігацій.

Стратегії, побудовані на прогнозуванні процентних ставок. Їх суть пов'язана з дюрацією як показником, що показує чутливість облігацій до зміни процентних ставок. Використовуючи ці стратегії, необхідно визначити модифіковану дюрацію, тобто розділити дюрацію Маколея на $(1+y)$, де y – коефіцієнт дисконтування. Наступним кроком є використання такого виразу:

Приблизна процентна зміна ціни = - Модифікована дюрація · Зміна дохідності (у десяткових дробах).

На основі цього виразу інвесторам під час прогнозування падіння процентних ставок необхідно збільшувати дюрацію портфеля, тому що ціна облігацій та їх дохідність пов'язані обернено пропорційною залежністю і падіння останньої викликає зростання ціни та чим більша дюрація, тим більше зростання вартості портфеля боргових цінних паперів. Цю залежність ілюструє й вираз, наведений вище. Якщо процентні ставки зростають, дюрацію портфеля цінних паперів необхідно зменшувати. Підбір у портфель відповідних боргових цінних паперів можна здійснити шляхом свопу (обміну) наявних облігацій на інструменти з необхідною дюрацією.

Проте є недоліки цієї методики: по-перше, дюрація дає точні прогнози лише за невеликих змін процентних ставок; по-друге, дюрація забезпечує симетричну зміну ціни при падінні та зростанні дохідності, але реально, якщо ринкові ставки падають, ціна зростає на більшу величину.

Врегулювати перелічені проблеми можна за допомогою *випуклості* (*convex*). Її використання пов'язане з тим, що дюрація дає лінійну апроксимацію зміни ціни, а залежність між дохідністю та ціною облігації має випуклий характер, і саме показник випуклості нівелює похибки, викликані під час прогнозування лише з допомогою дюрації. Цей показник обчислюється як друга похідна вартості облігації за ціною (дюрація – перша похідна) і поправка прогнозу розраховується так:

$$\text{Поправка на випуклість} = 0,5 \cdot (\text{Випуклість}) \cdot (\text{Зміна ціни в базисних пунктах}).$$

Використовуючи стратегії, побудовані на прогнозі ринкових дохідностей, необхідно: 1) постійно керувати дюрацією портфеля облігацій залежно від прогнозованої величини ринкової процентної ставки; 2) для точності прогнозів здійснювати розрахунок поправки на випуклість; 3) вибираючи цінні папери з однаковими дюраціями, необхідно надавати перевагу тим, що мають більшу випуклість.

Стратегії, побудовані на зсуві кривої дохідності. Їх зміст полягає в побудові портфеля інструментів з фіксованим доходом на основі очікуваних змін форми *кривої дохідності*, яка відображає зв'язок між дохідностями облігацій та їх строками до погашення. Побудувавши криву дохідності та спрогнозувавши її майбутній зсув, інвестиційний менеджер повинен відповідно до отриманих результатів побудувати порт-

фель облігацій. Залежно від типів зсуву можна побудувати такі портфелі: 1) портфель “стиснення” – строки погашення цінних паперів портфеля концентруються поблизу однією точки на кривій дохідності (коли крива дохідності стає більш крутішою – “підйом”); 2) портфель “розширення” – строки погашення цінних паперів концентруються у двох значно віддалених один від одного точках (зменшення крутизни кривої – “вирівнювання”); 3) “ступенева” стратегія – строки погашення облігацій портфеля рівномірно розподіляються за можливим діапазоном строків.

Таким чином, для активного управління портфелем облігацій за допомогою прогнозування зсуву кривої дохідності слід: 1) побудувати прогнозу криву дохідності і порівняти її з поточною; 2) визначити тип зсуву кривої (паралельний, підйом, вирівнювання); 3) у разі неможливості точного визначення непаралельного зсуву, порівняти дюрації, випуклості та дохідності портфелів “стиснення” та “розширення”; 4) при рівності дохідностей залежно від прогнозу (зменшення чи падіння процентних ставок) вибрати портфель з необхідним розміром дюрації, а при їх рівності надати перевагу портфелю цінних паперів з більшою випуклістю.

Стратегії, побудовані на спреді дохідності (секторні стратегії). Такі стратегії передбачають формування портфеля боргових цінних паперів відповідно до змін спреду дохідності облігацій різних секторів. Наприклад, кредитні спреди між державними та корпоративними облігаціями зростають, якщо зменшується економічна активність, та зменшуються, якщо вона зростає. Визначення темпів зростання в окремих галузях порівняно з іншими та загалом по державі також є основою для прогнозування майбутніх спредів.

Стратегія індивідуального вибору облігацій. Вона полягає в пошуку недооцінених цінних паперів шляхом визначення дійсної вартості облігацій та її порівняння з ринковою ціною. Якщо перша величина є більшою, то облігація недооцінена і є кандидатом для купівлі, а якщо ринкова ціна вища, то такі інструменти необхідно продавати.

Існують і гібридні методи управління портфелем облігацій, а саме:

1) *умовна імунізація* (використання як базової активної стратегії, яку змінюють імунізацією, якщо при реалізації першої повна дохідність знижується до мінімально припустимого рівня);

2) *активна індексація* (повна дохідність індексу є лише мінімальним рівнем дохідності, який повинен забезпечити менеджер).

Для забезпечення вищого рівня дохідності інвестори формують портфель акцій, який також управляється пасивними та активними методами.

Пасивне управління портфелем акцій.

Стратегія “купи та тримай”. Вона є найбільш простим способом управління, який передбачає придбання акцій та їх утримання з метою генерації поточних дивідендів та продажу для отримання доходу від капіталізаційного приросту.

Індексація. Є аналогічним методом, що й в управлінні облигаціями, та передбачає формування портфеля, який за своїми характеристиками повторюватиме динаміку руху певного фондового індексу (наприклад, в Україні індекс “Української біржі” UX).

Побудувати індексований портфель акцій можна за допомогою таких способів:

- *спосіб капіталізації* – купівля акцій компаній з найбільшою капіталізацією, що включені в індекс з відповідними вагами, а залишкова вага рівномірно розподіляється між рештою акцій індексу;
- *спосіб стратифікації* – визначення класифікуючого фактору або декількох факторів для поділу випусків на класи (страти) та мінімізація несистематичного ризику за рахунок диверсифікації за галузями;
- *спосіб квадратичної оптимізації* – ґрунтується на побудові ефективної множини сучасної портфельної теорії Марковіца.

Вказані способи імітації фондового індексу дозволяють інвестору значно зменшити витрати, ніж при купівлі всіх акцій, що входять до складу фондового індексу, та створити портфель, який за своїми характеристиками відповідатиме певному індексу акцій.

Водночас інвестор може побудувати портфель, який переважатиме дохідність певного фондового індексу, за рахунок використання ***активних методів управління портфелем акцій***:

1) *групова ротація* – вибір акцій, емітованими компаніями тих галузей, в яких прогнозується вище зростання порівняно з іншими та зі зростанням ВВП загалом;

2) управління на основі прогнозування цін акцій за допомогою технічного аналізу;

3) пошук недооцінених цінних паперів на основі визначення “дійсної” вартості цінних паперів за допомогою фундаментального аналізу.

§5. Оцінка ефективності вкладень в інвестиційні фінансові активи

Показники оцінки ефективності інвестицій базуються на портфельній теорії (рис. 9.21).

Коефіцієнт Трейнора “дохідність – мінливість” (reward-to-volatility ratio) визначається на основі коефіцієнта “бета”:

$$RVOL_p = \frac{\text{Дохідність портфеля} - \text{Безризикова дохідність}}{\text{“Бета” портфеля}}$$

Цей показник відображає величину отриманої надмірної дохідності на одиницю ризику (систематичного) портфеля.

Коефіцієнт Шарпа “дохідність – розкид” (reward-to-variability ratio) розраховується так:

$$RVAR_p = \frac{\text{Дохідність портфеля} - \text{Безризикова дохідність}}{\text{Стандартне відхилення портфеля}}$$

Цей показник відображає величину отриманої надмірної дохідності на одиницю сукупного ризику портфеля. За ефективної диверсифікації коефіцієнти Шарпа та Трейнора показують однакові результати (оскільки несистематичний ризик повністю усувається).

Коефіцієнт Дженсиена розраховується на основі ринкової моделі Шарпа і в ролі цього коефіцієнта використовується “альфа” (тобто це частина дохідності, отримана лише за рахунок дій менеджера). Якщо “альфа” має додатне значення, то це показує, що інвестиційний менеджер отримав вищі порівняно із середньоринковими результати.

Коефіцієнт Сортіно базується на знижувальній волатильності пост-сучасної портфельної теорії:

$$\text{Sortino Ratio} = \frac{R_I - R_{MAR}}{\text{Downside Deviation}},$$

де R_I – дохідність за період I ;

R_{MAR} – мінімально допустима дохідність за період.



Рис. 9.21. Показники ефективності портфельних інвестицій

Цей показник є модифікованим коефіцієнтом Шарпа за рахунок використання знижувальної волатильності замість стандартного відхилення дохідності портфеля.

Європейський комітет з ефективності інвестування (European Investment Performance Committee – EPIC) в 1999 р. затвердив *Міжнародні стандарти результативності інвестування (The Global Investment Performance Standards, – GIPS)*. У 2001 р. Україна стала членом Європейського комітету з результативності інвестування (EPIC).

Вимога до фірм з інвестиційного управління прийти до відповідності стандартам з подання результативності інвестування дозволить переконати інвесторів у повноті та чесному поданні інформації про результативність інвестування.

Елементами GIPS (редакція 2010 р.) є:

1. *Основні принципи відповідності стандартам.* Основою для стандартів є декілька головних принципів, які включають встановлення визначення компанії, заява про дотримання GIPS перед всіма потенційними клієнтами, дотримання необхідних законів і правил, а також засвідчення того, що надана інформація не є неправдивою і не вводить в оману.

2. *Вихідні дані.* Послідовність вихідних даних є важливим фактором ефективного використання GIPS, а також основою для повного, достовірного і придатного для порівняння представлення результатів

інвестування. Для періодів, які починаються 1 січня 2011 р. і пізніше, всі портфелі повинні оцінюватися відповідно до визначень справедливої вартості. Компанії повинні здійснювати оцінку портфелів на кінець календарного місяця або на останній торговий день місяця.

Згідно з GIPS справедлива вартість – це сума, на яку ця інвестиція може бути обміняна в угоді, в якій відсутня зацікавленість між сторонами, і вони володіють всією необхідною інформацією та діють розумно. Оціночна вартість має бути визначена на основі об'єктивного, визнаного, некоректованого ринкового котирування на ідентичну інвестицію на активному ринку на дату оцінки. У разі відсутності такого котирування оціночна вартість має бути визначена компанією за найкращою оцінкою як ринкова вартість. Справедлива вартість має включати накопичений дохід.

3. *Методологія розрахунків.* Досягнення порівнянності між різними фірмами подання результативності інвестування вимагає застосування уніфікованих методів розрахунку дохідності:

- у розрахунках має використовуватися повна дохідність (ставка дохідності, які включає реалізовані та нереалізовані прибутки та збитки);
- компанії повинні розраховувати зважені в часі ставки дохідності, які коректують зовнішні грошові потоки (капітал у вигляді грошових коштів або інвестицій, який вводиться або виводиться з портфеля);
- дохідність, розрахована за підсумками періоду, і дохідність, розрахована в середині кожного періоду, мають бути геометрично пов'язані між собою, а зовнішні грошові потоки мають враховуватися відповідно до політики компанії;
- дохідність має бути розрахована за вирахуванням реальних торговельних витрат (брокерських комісій, біржових зборів, податків, спредів між котируваннями, виставленими брокерами), які були зроблені протягом періоду аналізу.

4. *Побудова зведеного портфеля (композиції).* Композит – це сукупність одного або декількох портфелів, які управляються відповідно до подібної інвестиційної декларації, цілей або стратегії.

Щодо композитів встановлені такі вимоги:

- усі діючі портфелі, що перебувають під управлінням за винагороду, мають бути включені в принаймні один композит;
- композити мають визначатися відповідно до подібності інвестиційних цілей і/або стратегій;
- не допускається переміщення портфеля з одного композиту в інший, за винятком випадків, коли таке переміщення обумовлено зміною інвестиційної декларації, цілей або стратегії інвестування, або здійснення нового визначення композиту.

5. *Розкриття інформації* дозволяє компаніям конкретизувати надані дані звітності і пропонувати читачам правильний контекст, в якому потрібно розуміти результати інвестування. Щоб слідувати GIPS, компанії повинні розкривати визначену інформацію в усіх звітах, які стосуються результатів інвестування, а також політику, якої дотримується компанія. Також має бути вказана інформація, чи пройшла компанія процес верифікації (під час якого незалежний контролер встановлює, чи відповідають вимогам GIPS побудова компанією композиту, політика і процедури розрахунку та представлення результатів інвестування компанії).

6. *Подання результатів і звітність*. Після побудови композиту, збору необхідних вхідних даних, розрахунку дохідності та визначення інформації для розкриття, компанія повинна офіційно представити цю інформацію в презентації (звіті), на основі вимог GIPS.

У звіті має бути представлена інформація про:

- результати інвестування не менше, ніж за 5 років;
- результати інвестування композиту за кожен рік;
- загальну дохідність еталону (бенчмарку) для кожного річного періоду, при цьому еталон має відображати інвестиційну декларацію, цілі та стратегію інвестування композиту;
- кількість портфелів у складі композиту;
- величину активів композиту за станом на кінець кожного звітного періоду;
- сукупні активи компанії або величину активів композиту у вигляді частки (процента) від сукупних активів компанії за станом на кінець кожного звітного періоду;
- міру внутрішньої дисперсії дохідності кожного портфеля для кожного звітного періоду;

- трьохрічне *ex post* (на основі історичних даних) стандартне відхилення (на основі місячних даних) як композиту, так і бенчмарку, виражене у процентах річних (або іншої обґрунтованої міри ризику).

7. *Нерухомість*. Компанії повинні розраховувати та розкривати інформацію (щоквартально) щодо інвестицій у нерухомість на правах одноосібної або пайової власності; в змішані взаємні фонди нерухомості, пайові фонди нерухомості і спеціальні рахунки страхових компаній; у приватні розміщення цінних паперів, випущені фондами нерухомості (REIT), а також діючими компаніями з нерухомості (REOC); у кредити, які внеском у статутний капітал (наприклад, пайові позики під заставу нерухомості), або інші процентні доходи від вартості майна, де деяка частина доходу інвестора на момент здійснення інвестицій залежить від дохідності нерухомості, що є в її основі.

8. *Ринок приватного капіталу*. Визначаються особливості здійснення прямих інвестицій. Діяльність компанії на ринку приватного капіталу передбачає реалізацію інвестиційних стратегій щодо інвестування у венчурний капітал, у купівлю контрольного пакета акцій за рахунок позики тощо. Інвестиції в ринок приватного капіталу мають оцінюватися не рідше, ніж на щорічній основі.

9. *Індивідуальне управління портфелем та комплексне обслуговування*. Визначаються вимоги з оцінки, розкриття результатів інвестування і т.п. щодо клієнтських портфелів на індивідуальній основі, а також щодо комплексного обслуговування з відрахуванням плати за обслуговування (єдиного збору). Так, плата за комплексне обслуговування (WRAP FEE) є різновидом єдиного збору і визначається індивідуально залежно від інвестиційного продукту. Ця плата може включати всі витрати і може розраховуватися залежно від розміру активів або може складатися з комбінації винагороди за управління інвестиціями, торгових витрат, плати за зберігання, адміністративних витрат. Портфель з платою за комплексне обслуговування належать до “рахунків, що управляються індивідуально” (SMA – Separately Managed Account).

В Україні в 2007 р. Українська асоціація інвестиційного бізнесу набула статусу офіційного спонсора з прийняття глобальних стандартів результативності інвестування.

Контрольні питання

1. *Яка різниця між портфельним та проектним інвестуванням?*
2. *Здійсніть порівняльний аналіз управління проектами, програмами і портфелями згідно з РМВОК.*
3. *Охарактеризуйте види портфелів цінних паперів щодо виду отриманого доходу.*
4. *Розкрийте зміст основних елементів політики портфельного інвестування.*
5. *Які податкові переваги мають фізичні особи в Україні при інвестиціях у цінні папери?*
6. *Розкрийте зміст основних характеристик та припущень сучасної портфельної теорії Марковіца.*
7. *Як на основі графічного методу визначити ефективний портфель Марковіца?*
8. *Охарактеризуйте модель Шарпа-Тобіна-Лінтнера.*
9. *Яка різниця між лінією ринку капіталу та ринковою лінією цінного папера?*
10. *Опишіть модель оцінки капітальних активів У. Шарпа.*
11. *Який вплив диверсифікації портфеля на ризик (систематичний та несистематичний)?*
12. *Визначте основні риси пост-сучасної теорії портфеля.*
13. *Які основні етапи фундаментального аналізу цінних паперів?*
14. *Назвіть основні макроекономічні індикатори, які впливають на прийняття інвестиційних рішень.*
15. *Опишіть індекс споживчих настроїв GfK Ukraine та індекс ділових очікувань НБУ.*
16. *Охарактеризуйте порядок оцінки акцій на основі витратного підходу. Який економічний зміст коефіцієнта Тобіна?*
17. *Опишіть порядок розрахунку основних ринкових мультиплікаторів акцій при портфельному інвестуванні.*
18. *Розкрийте зміст методу дисконтування грошових потоків (у т. ч. дивідендів) у фундаментальному аналізі акцій.*
19. *Які основні інвестиційні характеристики облигацій?*
20. *Як визначити недооціненість облигацій?*
21. *Охарактеризуйте основні теореми оцінки облигацій.*
22. *Як розрахувати вартість опціону згідно з моделлю Блека-Шоулза?*
23. *Охарактеризуйте особливості ціноутворення ф'ючерсів.*
24. *Здійсніть порівняльний аналіз технічного та фундаментального аналізу цінних паперів.*
25. *Які основні типи графіків застосовуються в технічному аналізі?*
26. *Що таке тренд і які його види?*

27. Охарактеризуйте основні фігури технічного аналізу (продовження тенденції та реверсивні).
28. Як розраховується ковзна середня? Опишіть основні сигнали ковзної середньої для здійснення угод.
29. Розкрийте зміст осциляторів та їх основні торгові сигнали.
30. Що таке торгові системи технічного аналізу? Опишіть торгову систему “трьох екранів” О. Елдера.
31. Здійсніть порівняльний аналіз методологій управління інвестиційним портфелем.
32. Охарактеризуйте механізм індексації та імунізації портфеля облігацій.
33. Опишіть основні методи активного управління облігаційним портфелем.
34. Розкрийте зміст та способи індексації портфеля акцій.
35. Які основні методи активного управління портфелем пайових цінних паперів?
36. Охарактеризуйте показники оцінки ефективності інвестицій, які базуються на портфельній теорії.
37. Опишіть основні елементи GIPS.

Дослідницькі завдання

1. Порівняльний аналіз акцій фондового індексу *UX* на основі ринкових мультиплікаторів.
2. Технічний аналіз ф'ючерсів на фондовий індекс *UX* з допомогою осциляторів.
3. Технічний аналіз ф'ючерсів на фондовий індекс *UX* з допомогою індикаторів тренду.
4. Застосування аналізу японських свічок на фондовому ринку України.
5. Оцінка волатильності провідних акцій українського ринку цінних паперів на основі.
6. Аналіз “бета”-коефіцієнта акцій фондового індексу *UX*.
7. Оцінка впливу макроекономічних індикаторів на фондовий ринок України.
8. Макроекономічний аналіз міжнародних фондових ринків.
9. Галузевий аналіз фондового ринку США на основі ринкових мультиплікаторів.
10. Фундаментальний аналіз акцій українських емітентів, що котируються на Варшавській фондовій біржі.

Ключові поняття

Інвестиційний портфель, портфель зростання, портфель доходу, збалансований портфель, інвестиційний горизонт, інвестиційний прибуток, метод бенчмаркінгу, сучасна портфельна теорія, пост–сучасна портфельна теорія, очікувана дохідність цінного паперу, волатильність, коваріація, коефіцієнт кореляції, допустимий портфель, ефективний портфель, оптимальний портфель, лінія ринку капіталу, модель оцінки капітальних активів, ринкова лінія цінного паперу, коефіцієнт “бета”, понижувальне стандартне відхилення дохідності, мінімально прийнятна дохідність, фундаментальний аналіз, технічний аналіз, метод “зверху-вниз”, метод “знизу-вверх”, індекс споживчих настроїв, індекс ділових очікувань, EBITDA, метод дисконтованих грошових потоків, модель дисконтування дивідендів, офerti до погашення, дохідність до погашення облігації, поточна дохідність облігації, модель Блека-Шоулза, нормальне беквердейшин, нормальне контанго, ціна постачання при оцінці ф’ючерсів, бар, японська свічка, тренд, лінія підтримки, лінія опору, тренд біків, тренд ведмедів, флет, реверсивні фігури технічного аналізу, ковзна середня, осцилятор, торгові системи, програмна торгівля, торгова система “трьох екранів”, індексація, імунізація, дюрація, модифікована дюрація, випуклість, крива дохідності, повна дохідність інвестицій, композит.

Рекомендована література

1. Акеліс С. *Технический анализ от А до Я / С. Акеліс.* – М.: Євро. – 2010. – 366 с.
2. Баффет В. *Ессе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / У. Баффет.* – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
3. Бернштейн П. *Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / П. Бернштейн.* – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.
4. Боди З. *Инвестиции / З. Боди, А. Кейн, А. Дж. Маркус.* – М.: Олимп-Бизнес, 2013. – 994 с.
5. Буренин А. *Управление портфелем ценных бумаг / А. Буренин.* – М.: Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2008. – 440 с.
6. Гитман Л. Дж. *Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонс.* – М.: Дело, 1999. – 1008 с.
7. Грэхем Б. *Разумный инвестор / Б. Грэхем, Дж. Цвейг.* – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2009. – 672 с.
8. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран.* – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.

9. Дуглас Л. Г. Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг / Л. Г. Дуглас. – М.: Информационно-издательский дом “Филинь”, 1998. – 448 с.
10. Коннолли К. Покупка и продажа волатильности / К. Коннолли. – М.: “ИК Аналитика”. – 229 с.
11. Коттл С. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда / С. Коттл, Р. Мюррей, Ф. Блок. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2000. – 704 с.
12. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2005. – 576 с.
13. Кох И. Портфельное инвестирование / И. Кох. – Казань: Казан. гос. ун-т, 2009. – 261 с.
14. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым инвестициям: пер. с англ. / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
15. Мертенс А. Курс лекций по современной финансовой теории / А. Мертенс. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.
16. Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
17. Найман Э. Мастер-трейдинг: секретные материалы / Э. Найман. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 320 с.
18. Найман Э. Трейдер-Инвестор / Э. Найман. – Киев: ВИРА-Р, 2000. – 640 с.
19. Найман Э.-Л. Малая Энциклопедия Трейдера / Э.-Л. Найман. – К.: ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. – 236 с.
20. О’Нил У. Как делать деньги на фондовом рынке: Стратегии торговли на росте и падении / У. О’Нил. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 329 с.
21. Рубцов. Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
22. Рэй К. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками / К. Рэй. – М.: Дело, 1999. – 600 с.
23. Фабоцци Ф. Дж. Рынок облигаций. Анализ и стратегии / Ф. Дж. Фабоцци. – М.: Альпина Паблишер, 2007. – 958 с.
24. Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями / Ф. Дж. Фабоцци. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
25. Фишер Ф. Обыкновенные акции и необыкновенные доходы и другие работы / Ф. Фишер. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 384 с.
26. Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб: Питер, 2005. – 288 с.
27. Цыглин А. Бирже.иа. / А. Цыглин, Д. Цыглин. – Днепропетровск: Монолит, 2011. – 155 с.

28. Чиркова Е. *Как оценивать бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг* / Е. Чиркова. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.
29. Шарп У. Ф. *Инвестиции* / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.
30. Швагер Дж. *Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки* / Дж. Швагер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 652 с.
31. Швагер Дж. *Технический анализ. Полный курс* / Дж. Швагер. – М. Альпина Паблишер, 2001. – 768 с.
32. Шведов А. *Теория эффективных портфелей ценных бумаг* / А. Шведов. – М.: ГУ ВШЭ, 1999. – 144 с.
33. Элдер А. *Как играть и выигрывать на бирже* / А. Элдер. – М.: Диаграмма, 2001. – 352 с.

Нормативно-правові акти

1. Податковий кодекс від 02.12.2010 № 2755-VI.
2. Концепція створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання, схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 01.04.2004 р. № 208-р.

Інтернет-ресурси

Індекс споживчих настроїв GfK Ukraine	http://www.gfk.ua
Індекс ділових очікувань НБУ	http://www.bank.gov.ua
Project Management Institute	http://www.pmi.org
Global Investment Performance Standards (GIPS)	http://www.gipsstandards.org
GIPS 2010 (рос. переклад)	http://nlu.ru/news26.htm?id=118018
Персональна сторінка Асвата Дамодарана щодо інвестиційної оцінки	http://people.stern.nyu.edu/adamodar

Інвестиційний консультант	http://www.investadviser.com.ua
База даних котирувань та показників емітентів США	http://www.quandl.com
Інформаційний ресурс про український фондовий ринок	http://www.screening.com.ua
Дані російського фондового ринку	http://quote.rbc.ru
Фінансові та ринкові показники акцій фондового ринку США	http://finviz.com
Фінансова звітність компаній України (Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку)	http://www.smida.gov.ua
Фінансова звітність компаній Росії	http://www.e-disclosure.ru
Електронна система розкриття інформації компаній EDGAR (США)	http://www.sec.gov/edgar.shtml

РОЗДІЛ X

ІНВЕСТИЦІЙНІ РЕСУРСИ

- 1. Джерела фінансування інвестиційної діяльності.*
- 2. Методи та інструменти залучення ресурсів на інвестиційному ринку.*
- 3. Оцінка вартості акумульованих інвестиційних ресурсів.*

§ 1. Джерела фінансування інвестиційної діяльності

Інвестиційна діяльність суб'єктів господарювання здійснюється шляхом сформованих ними інвестиційних ресурсів.

Сутність категорії “інвестиційні ресурси” досі не має єдиного загальноприйнятого визначення. З одного боку, науковці пропонують визначати інвестиційні ресурси як фінансові, матеріальні та нематеріальні ресурси, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування, з іншого боку, рекомендують розуміти усі види грошових та інших активів підприємства, які можуть бути використані для здійснення інвестиційної діяльності.

Практики розглядають інвестиційні ресурси з позиції всіх видів економічних ресурсів, що залучаються з метою вкладення в об'єкти інвестування, тобто це можливості, засоби, цінності, запаси підприємства, джерела його доходів, які можуть бути використані під час його інвестиційної діяльності.

Інвестиційні ресурси у системі інвестиційної діяльності підприємства відіграють провідну роль, забезпечуючи саму можливість відтворення такої діяльності. Різноманітність класифікаційних ознак інвестиційних ресурсів відображає багатоаспектність та комплексність самої інвестиційної діяльності підприємства та потребує більш детального аналізу.

Особливості інвестиційних ресурсів підприємства:

1. Формування інвестиційних ресурсів є головною умовою здійснення інвестиційної діяльності підприємства.

2. Формування інвестиційних ресурсів підприємства пов'язано з процесом початкового нагромадження капіталу як у межах самого підприємства (у процесі розподілу його чистого прибутку), так і в масштабах країни (у процесі розподілу національного доходу).

3. Основою формування інвестиційних ресурсів підприємства є реінвестування власного капіталу, який отриманий у формі амортизаційних відрахувань чистого прибутку, надходжень від реалізації капітальних активів, фінансових інструментів тощо.

4. Процес формування інвестиційних ресурсів підприємства має регулярний характер, тобто здійснюється на усіх етапах життєвого циклу підприємства.

5. Формування та використання інвестиційних ресурсів є необхідним на усіх стадіях інвестиційного процесу для здійснення проектних робіт, експертизи документації, виробництва, будівельно-монтажних робіт, придбання окремих капітальних активів, створення оборотного капіталу.

6. Безперервність формування інвестиційних ресурсів підприємства, на відміну від нерегулярності та нерівномірності інвестиційної діяльності. Особливо це є характерним для внутрішніх джерел інвестиційних ресурсів – амортизаційних відрахувань та чистого прибутку.

7. Детермінування та регулювання процесу формування інвестиційних ресурсів, тобто кількісна визначеність за часом, обсягами, структурою та іншими параметрами, а також можливість управління для досягнення потрібних параметрів.

8. Формування інвестиційних ресурсів визначається цілями та напрямками інвестиційної політики підприємства.

9. Темпи формування інвестиційних ресурсів підприємства за рахунок чистого прибутку визначаються тимчасовою перевагою власників (або менеджерів) через механізми дивідендної політики.

10. Раціональна структура джерел інвестиційних ресурсів є важливою умовою фінансової стійкості підприємства.

11. Можливості формування інвестиційних ресурсів підприємства в поточному періоді визначаються структурою капіталу, досягнутою на попередній стадії його господарської діяльності. Особливо це характерно для позичкових джерел інвестиційних ресурсів.

12. Обсяги та джерела формування інвестиційних ресурсів визначаються вартістю їх залучення (вартістю капіталу).

13. Усі інвестиційні ресурси, що формуються на підприємстві для реалізації інвестиційної діяльності, можуть використовуватись у фінансовій, матеріальній, нематеріальній та трудовій формах (рис. 10.1).

Групування інвестиційних ресурсів за допомогою класифікаційних ознак представлено в табл. 10.1.

Згідно із Законом України “Про інвестиційну діяльність” інвестиції можуть здійснюватись за рахунок:

- власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійного лиха, грошові нагромадження і заощадження громадян, юридичних осіб тощо);

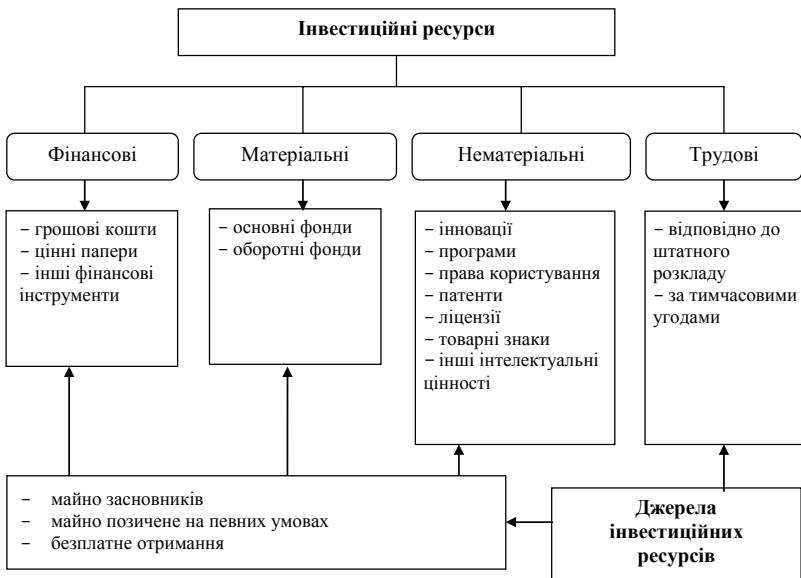


Рис. 10.1. Форми інвестиційних ресурсів

Таблиця 10.1

**Групування інвестиційних ресурсів
на основі класифікаційних ознак**

Класифікаційна ознака	Види інвестиційних ресурсів
Відповідно до об'єктів інвестування	Інвестиційні ресурси портфельного інвестування, інвестиційні ресурси реального інвестування
Відповідно до форми власності інвестора	Приватні інвестиційні ресурси, державні інвестиційні ресурси, змішані інвестиційні ресурси
Відповідно до сфери ринку	Інвестиційні ресурси фінансового (фондового) ринку, інвестиційні ресурси ринку факторів виробництва
Відповідно до джерел надходження	Власні інвестиційні ресурси, залучені інвестиційні ресурси, позикові інвестиційні ресурси
Відповідно до характеру участі у процесі інвестування	Прямі інвестиційні ресурси, непрямі інвестиційні ресурси
Відповідно до періоду залучення в інвестиційний процес	Початкові інвестиційні ресурси, поточні інвестиційні ресурси
Відповідно до регіональної приналежності	Національні інвестиційні ресурси, іноземні інвестиційні ресурси

- позичкових фінансових коштів інвестора (облігаційні позики, банківські та бюджетні кредити);
- залучених фінансових коштів інвестора (кошти, одержані від продажу акцій, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);
- бюджетних інвестиційних асигнувань;
- безоплатних та благодійних внесків, пожертвувань організацій, підприємств і громадян.

Основною метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення потреб у придбанні необхідних інвестиційних активів та оптимізація їх структури з позицій забезпечення ефективних результатів інвестиційної діяльності.

З урахуванням цієї мети процес формування інвестиційних ресурсів має базуватися на таких принципах:

- врахування перспектив інвестиційної діяльності;
- відповідність обсягу залучених інвестиційних ресурсів потребам підприємства;

- оптимізація структури інвестиційних ресурсів для забезпечення фінансової стійкості та платоспроможності підприємства;
- мінімізація витрат щодо формування інвестиційних ресурсів з різних джерел з метою максимізації інвестиційного прибутку;
- забезпечення ефективного використання інвестиційних ресурсів шляхом синхронізації з часом процесів їх формування та використання.

Фінансування інвестицій – це процес акумулювання та ефективного витрачання грошових засобів на придбання елементів основного та оборотного капіталу, включаючи нове будівництво, розширення, реконструкцію та технічне оновлення діючих підприємств, придбання машин та обладнання, створення виробничих запасів тощо. У процесі фінансування інвестицій вирішуються такі головні завдання: визначення джерел фінансування та розподіл інвестицій за часом.

Система фінансового забезпечення інвестиційного процесу базується на визначенні джерел його фінансування. Обсяги та джерела формування інвестиційних ресурсів багато в чому визначаються структурою капіталу, що склалася на підприємстві у процесі його господарської діяльності, а також вартістю залучення капіталу.

Саме так на практиці підприємство сприймає проблему фінансування, приймаючи інвестиційні рішення. Підприємство з більшою чи меншою точністю може визначити свої внутрішні резерви для фінансування проекту (хоча сьогодні в умовах фінансово-податкової й економічної нестабільності це зробити непросто), і головним завданням для підприємства (проектної команди) є залучення додаткових фінансових ресурсів.

Фінансування реалізації інвестиційного проекту може здійснюватися за рахунок різних джерел. Залежно від рівня розвитку економіки та її особливостей може бути та чи інша модель фінансового забезпечення інвестиційних процесів. Слід зазначити, що в жодній країні не вироблено чітких інструкцій щодо співвідношення окремих джерел інвестування.

Джерелами фінансування інвестицій є фонди та потоки грошових засобів, які дозволяють здійснити процес інвестування. Дже-

рела формування інвестиційних ресурсів можна класифікувати за різними ознаками:

1. Щодо до суб'єкта інвестування:

- внутрішні;
- зовнішні.

Внутрішні та зовнішні джерела фінансування утворюють так званий потенціал фінансування, що ілюструє реальні можливості господарських суб'єктів здійснювати інвестиції у ті чи інші проекти, що забезпечують грошові надходження протягом визначеного періоду часу.

2. За національною приналежністю інвестора:

- вітчизняні;
- іноземні.

3. За видами власності:

- власні – кошти підприємства, що забезпечують інвестиційну діяльність та належать йому на правах власності;
- позичкові – грошові ресурси, отримані на визначений термін, що підлягають поверненню, як правило, із виплатою процентів.

Можна виділити три головних економічних суб'єкти-споживачі інвестиційних ресурсів:

- держава в особі органів державного управління;
- підприємства та підприємці;
- населення у вигляді сукупності домашніх господарств.

Системна класифікація джерел фінансування інвестицій передбачає, перш за все, розподіл рівнів фінансування. Виділяють макрорівень (національна економіка) та мікрорівень (підприємство) фінансування інвестицій.

На макроекономічному рівні до внутрішніх джерел фінансування інвестицій належать нагромадження, що здійснюються комерційними та некомерційними організаціями та громадянами, а також централізовані асигнування, до зовнішніх – кошти, що отримані з-за кордону та до складу яких входять фінансові кошти резидентів, що переводять з-за кордону (репатрійовані капітали), та іноземні джерела.

Державі інвестиції необхідні для вкладання в соціально-економічну сферу, науку, освіту, оборону, державні об'єкти інфраструкту-

ри, охорону навколишнього середовища, забезпечення внутрішньої безпеки, фінансування державних та регіональних інвестиційних програм тощо. Головні джерела інвестицій подано на рис. 10.2.

На мікроекономічному рівні внутрішніми джерелами інвестування виступають власні кошти підприємств, а зовнішніми – залучені та позичені кошти. Центральним агентом залучення та використання виробничих інвестицій є підприємства різних форм власності, компанії, фірми, підприємці.

Усі джерела формування інвестиційних ресурсів підприємства можна поділити на такі групи: зовнішні та внутрішні, власні, залучені та позичені (рис. 10.3).



Рис. 10.2. Джерела державних інвестицій



Рис. 10.3. Джерела інвестицій підприємства

Власні інвестиції – це кошти юридичних та фізичних осіб, що спрямовані на фінансування на умовах участі у прибутку. До власних джерел інвестицій належать: реінвестована частина прибутку, амортизаційні відрахування, страхові виплати збитків тощо.

Статутний капітал – сума коштів, наданих власниками для забезпечення статутної діяльності підприємства. Його сутність залежить від організаційно-правової форми підприємства.

Статутний капітал виступає головним і, як правило, єдиним джерелом фінансування на момент створення комерційної організації. Його величина оголошується підприємствами, а зміна розміру статутного капіталу допускається підприємствами, у порядку, передбаченому діючим законодавством та установчими документами. Статутний капітал організації визначає мінімальний розмір її майна, що гарантує інтереси кредиторів.

Додатковий капітал як джерело коштів підприємства відображає приріст вартості поза оборотних активів у результаті переоцінки основних фондів та інших матеріальних цінностей зі строком корисного використання понад 12 місяців. Він також може включити суму перевищення фактичної ціни розміщення акцій над їх номінальною вартістю (емісійний дохід акціонерного товариства).

Резервний капітал може створюватися на підприємстві або в обов'язковому порядку, або у тому випадку, якщо це передбачено в установчих документах. Створення резервних фондів є обов'язковим для публічних акціонерних товариств та підприємств з іноземним капіталом.

Чистий прибуток – кошти, що залишаються у підприємства після сплати усіх обов'язкових платежів. Чистий прибуток, спрямований на інвестування, можна або акумулювати у фонд нагромадження, або реінвестувати в активи підприємства як нерозподілений залишок прибутку.

Амортизація – це процес перенесення вартості основних фондів протягом нормативного терміну служби на собівартість продукції, що випускається. Нарахування амортизації здійснюється для повернення витрат на придбання основних фондів, і відповідно амортизаційні відрахування призначені для інвестування заміщення основних фондів, що вибули внаслідок фізичного та морального зносу. Величина нагромадженої амортизації залежить від вартості амортизаційних відрахувань. Амортизаційні відрахування на підприємстві повинні використовуватись на фінансування капітальних вкладень.

Позиченими називаються кошти юридичних та фізичних осіб, що спрямовані на фінансування інвестицій на умовах позики на визначений термін та підлягають поверненню з виплатою процентів. Позичені кошти включають в кошти, отримані від випуску облігацій, інших боргових зобов'язань, а також кредити банків, інших фінансово-кредитних інститутів, підприємств, держави.

До залучених належать кошти, надані на постійній основі, за якими може здійснюватися виплата власникам цих коштів доходу (у вигляді процента, дивіденду). До них можна віднести кошти від емісії акцій, додаткові внески (паї) до статутного капіталу, цільове державне фінансування тощо.

Переваги та недоліки позичених та залучених джерел фінансування наведено у табл. 10.2.

Таблиця 10.2

**Переваги та недоліки позичених
та залучених джерел фінансування інвестицій**

Переваги	Недоліки
<i>Банківське кредитування</i>	
Відсутність дроблення капіталу	Висока вартість капіталу
Зниження оподаткованої бази за рахунок віднесення процентів за кредитом на собівартість продукції	Складність та тривалість залучення та оформлення
Можливість виникнення ефекту фінансового важеля	Підвищення ризику неплатоспроможності та банкрутства підприємства Можлива потрібно буде додаткове забезпечення (гарантії, застава)
<i>Лізинг</i>	
Відсутність дроблення капіталу	Амортизація не включається до складу продукції лізингоотримувача (компенсується за рахунок чистого прибутку)
Оплата майна на виплату	Платежі за лізингом, як правило, перевищують банківський процент
Можливість перевірити якість обладнання до виплати всієї його вартості	Зумовлює розбавлення акціонерного капіталу
Невиплати лізингових платежів не призводять до банкрутства підприємства	
<i>Емісія акцій</i>	
Не змінюється розмір зобов'язань (боргу)	Зумовлює розбавлення акціонерного капіталу
Виплати дивідендів за звичайними акціями є не обов'язковими	Високі транзакційні витрати емісії та розміщення
Капітал залучається на невизначений термін без зобов'язань щодо повернення	Регламентация емісії з боку органів управління ринком цінних паперів
Отримання значного капіталу	Можливість втрати управління підприємством
Невиплати дивідендів не є загрозою банкрутства	Можливість втрати контролю над власністю
Не вимагається додаткового забезпечення (гарантії)	
<i>Випуск облігацій</i>	
Можливість залучення грошових коштів дрібних інвесторів	Проценти виплачуються з чистого прибутку
Інвестори не втручаються у діяльність підприємства	Відсутність ліквідного вторинного ринку облігацій
Процентна ставка, як правило, фіксована	Зростання частки позичкового капіталу та можливість втрати фінансової стійкості підприємства
Дешевше аніж банківський кредит	Значні затрати на емісію та розміщення
	Регламентация емісії з боку органів управління ринком цінних паперів
<i>Випуск векселів</i>	
Відсутність дроблення (розбивки) капіталу	Невисока ліквідність
Проста процедура випуску	Обмежені можливості щодо залученні значних сум
Проценти виплачуються з прибутку	

До власних джерел належать усі внутрішні джерела та емісія акцій (зовнішнє джерело), решту джерел – позичені кошти. Співвідношення власних та позичених джерел формує структуру фінансування інвестицій та залежить від таких чинників, як розвиненість фінансового ринку, технічна складність та тривалість реалізації проекту, існуюча практика реалізації проектів на підприємстві, рівень фінансової стійкості підприємства тощо.

Вибір джерел фінансування інвестицій має бути орієнтований на оптимізацію їх структури. Слід враховувати переваги та недоліки кожної групи джерел фінансування (табл. 10.3).

Вибір джерел формування інвестиційних ресурсів здійснюється з урахуванням таких чинників:

1. Галузеві особливості виробничої діяльності підприємства, які визначають структуру активів та ліквідність підприємства. Так, підприємства з високою часткою позаоборотних активів, як правило, мають низький кредитний рейтинг та змушені орієнтуватися на власні джерела.

2. Розмір підприємства. Чим менше підприємство, тим більше варто орієнтуватися на власні джерела, і навпаки.

Таблиця 10.3

Переваги та недоліки внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування

Переваги	Недоліки
<i>Внутрішні джерела</i>	
Простота та швидкість залучення Відсутність явних витрат Зниження ризику неплатоспроможності та банкрутства Збереження власності та управління підприємством	Обмежений обсяг залучення Вивільнення власних коштів з господарського обороту Обмеженість незалежного контролю ефективності використання інвестиційних ресурсів
<i>Зовнішні джерела</i>	
Значний обсяг Можливе підвищення ефективності за рахунок ефекту фінансового важеля Наявність незалежного контролю ефективності використання інвестиційних ресурсів	Складність та тривалість залучення та оформлення Витрати (проценти, дивіденди) Підвищення ризику неплатоспроможності та банкрутства підприємства Можливість втрати власності та управління підприємством

3. Вартість капіталу, що залучається з різних джерел. Загалом вартість позикового капіталу звичайно нижче вартості власного. Однак за окремими джерелами позикових інвестиційних ресурсів вартість може суттєво коливатися залежно від кредитоспроможності підприємства, форми забезпечення кредиту та ін.

4. Свобода вибору джерел фінансування. Не всі джерела однаково доступні для підприємств. Наприклад, бюджетні інвестиції, цільові та пільгові державні кредити можуть отримати лише окремі найбільш значимі підприємства.

5. Кон'юнктура ринку капіталу впливає на зміну вартості позикового капіталу. За значного зростання цієї вартості залучення банківських кредитів стає для підприємств збитковим.

6. Рівень оподаткування прибутку. В умовах низьких ставок податку на прибуток кращим є формування інвестиційних ресурсів підприємства за рахунок власних джерел, за високої ставки оподаткування прибутку підвищується ефективність залучення капіталу з позикових джерел.

7. Міра прийнятого ризику під час формування інвестиційних ресурсів. Неприйняття високих рівнів ризиків формує консервативний підхід до фінансування інвестицій, за якого їх основу складають власні кошти, і навпаки.

8. Задавати рівень концентрації власного капіталу для забезпечення необхідного рівня фінансового контролю. Цей фактор важливий для акціонерних товариств. Він характеризує пропорції в обсязі підписки на акції, придбані засновниками та іншими інвесторами (акціонерами).

На рис. 10.4 представлені чинники, що найбільше впливають на вибір конкретного джерела фінансування, згідно з проведеним опитуванням керівників і відповідальних співробітників підприємств України різного масштабу, форм власності та галузей промисловості.

Одним з визначальних чинників для обґрунтування фінансового забезпечення інвестицій на підприємствах є масштаб проекту. В цьому випадку більше значення має не кількісний обсяг інвестицій, а їх відношення до загальних активів підприємства. Так, невеликий проект суттєво не вплине на структуру капіталу підприємства і його ризик, тому



Рис. 10.4. Найвпливовіші чинники під час вибору джерела фінансування інвестиційного проекту

може фінансуватися зі звичайних джерел. Значний щодо активів фірми інвестиційний проект може суттєво відкорегувати і структуру капіталу, і загальний ризик підприємства, тому потребує більш прискіпливої уваги та особливих підходів до вибору фінансового забезпечення.

Високий рівень ризику, властивий економіці України, що виявляється в політико-правовій нестабільності, затримці в проведенні реформ, фіскальній спрямованості податкової політики, недосконалої організаційного механізму регулювання інвестиційних процесів, потребує комплексного врахування ризику при виборі найбільш раціональних джерел фінансування, а існуючими методиками оптимізації структури інвестиційних ресурсів передбачається врахування лише окремих аспектів цієї проблеми. Так, всі три види ризику (ризик підприємства, ризик проекту, ризик джерела) намагаються врахувати лише 7% респондентів, що свідчить про невиправдано низький рівень уваги щодо цього чинника в практиці обґрунтування структури інвестиційних ресурсів на підприємствах України.

Таким чином, вітчизняні підприємства мають достатньо альтернативних можливостей для формування обсягу інвестиційних ресурсів як за рахунок власних коштів, так і на відповідних сегментах кредитного ринку, проте швидkozмінні умови інвестиційного середовища потребують від підприємств пошуку і впровадження у свою практику принципово нових механізмів фінансування.

§ 2. Методи та інструменти залучення ресурсів на інвестиційному ринку

Система фінансово забезпечення інвестиційного процесу складається з органічної єдності джерел фінансування інвестиційної діяльності та методів фінансування.

Варто розрізняти поняття “джерела фінансування інвестицій” та “методи фінансування інвестицій”. Джерела фінансування – це грошові кошти, що можуть бути використані як інвестиційні ресурси. Методи фінансування інвестицій – це механізми залучення інвестиційних ресурсів з метою фінансування інвестиційного процесу. Під формою фінансування інвестицій розуміють зовнішній вияв суті методу фінансування.

Основними методами фінансування інвестицій є такі:

- 1) самофінансування;
- 2) акціонування;
- 3) боргове фінансування;
- 4) лізинг;
- 5) допомога.

1. Самофінансування – здійснюється тільки за рахунок власних коштів (прибутку та амортизаційних відрахувань). Цей метод є основним для реалізації невеликих інвестиційних проектів. Власники підприємства завжди мають можливість вибрати між:

- повним вилученням у звітному періоді прибутку з метою його споживання або інвестування в інші проекти;
- реінвестуванням прибутку у повному обсязі у діяльність того ж підприємства, оскільки таке застосування отриманого доходу є найбільш вдалим;
- комбінацією двох перших варіантів, що передбачає розподіл отриманого доходу на дві частини – реінвестований прибуток та дивіденди.

Саме останній варіант є найбільш розповсюдженим. Від дозволяє знайти компроміс між поточним та відкладеним попитом, забезпечити збільшення обсягів фінансово-господарської діяльності та збільшення достатку власників підприємств.

Таблиця 10.4

Переваги та недоліки самофінансування

Переваги	Недоліки
Простота залучення, оскільки рішення пов'язані із збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування) приймаються власниками та менеджерами підприємства без необхідності отримання згоди інших суб'єктів господарювання	Обмеженість обсягу залучення, і відповідно, можливості значного розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства у періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його життєвого циклу
Більш висока здатність генерування прибутку у всіх сферах діяльності, оскільки при його використанні не потрібно сплачувати позичковий процент у різних його формах	Велика вартість порівняно з альтернативними позичковими джерелами формування капіталу
Забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності у довгостроковому періоді, і відповідно зниження ризику банкрутства	Невикористана можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позичених фінансових засобів, оскільки без такого залучення неможливо забезпечити перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною

Самофінансування найбільш надійний метод фінансування інвестицій, однак його важко спрогнозувати на довгострокову перспективу та обмежений у обсягах. Така схема фінансування, що характеризується у зарубіжній практиці терміном “фінансування без лівериджу”, властива лише для першого етапу життєвого циклу підприємства, коли його доступ до позичкових джерел капіталу є ускладненим, або для здійснення невеликих реальних інвестиційних проектів. Будь-яке стратегічне розширення бізнесу передбачає залучення додаткових джерел фінансування.

Підприємство, що використовує лише власний капітал, має найвищу фінансову стійкість, проте обмежує темпи свого розвитку (оскільки не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку) і не використовує фінансові можливості приросту прибутку у вкладений капітал.

2. Акціонування є найбільш розповсюдженим способом залучення капіталу на початковій стадії діяльності компанії. Випуск акцій

може здійснюватися при створенні акціонерного товариства, додатковому випуску акцій у процесі діяльності та реорганізації компанії.

Емітент може здійснювати розміщення акцій двома способами (рис. 10.5):

1) публічне розміщення цінних паперів, яке передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб. Розкриттю підлягає інформація, що міститься у проспекті емісії цінних паперів (інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про розміщення). Особливостями публічного розміщення акцій є:

– публічне акціонерне товариство зобов'язане здійснювати публічне розміщення акцій додаткових емісій лише на фондовій біржі;

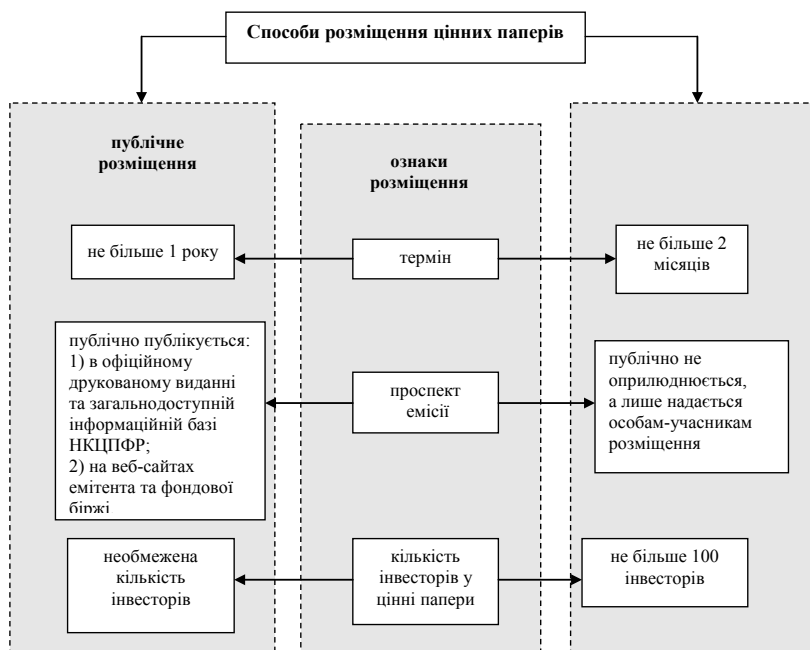


Рис. 10.5. Характеристика способів розміщення цінних паперів

– термін розміщення акцій не повинен перевищувати 1 року;
– акціонерне товариство не має права приймати рішення про збільшення статутного капіталу шляхом публічного розміщення акцій:

а) для покриття збитків;

б) якщо розмір власного капіталу є меншим, ніж розмір його статутного капіталу;

в) у разі наявності викуплених товариством акцій.

2) приватне розміщення цінних паперів – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження шляхом безпосередньої письмової пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100. Особливостями приватного розміщення акцій є:

– емітент не оприлюднює зареєстрований проспект емісії цінних паперів, а надає його особам, які є учасниками такого розміщення згідно з відповідним рішенням емітента;

– перше розміщення акцій акціонерного товариства є виключно приватним серед засновників;

– лише в процесі приватного розміщення акцій діє переважне право акціонерів на придбання акцій, що додатково розміщуються товариством (право акціонера власника акцій придбавати розміщувані товариством акції пропорційно частці належних йому акцій у їх загальній кількості до початку продажу решті інвесторів);

– термін розміщення акцій не повинен перевищувати 2 місяців.

Випускаючи акції, емітенту необхідно зареєструвати в НКЦПФР:

1) випуск цінних паперів та проспект їх емісії до початку розміщення цінних паперів;

2) звіт про результати розміщення цінних паперів.

Законодавством України (ЗУ “Про акціонерні товариства”) також встановлені такі норми щодо випуску та обігу акцій:

1) акціонерне товариство може здійснювати емісію акцій тільки за рішенням загальних зборів;

2) розміщення акцій (додаткова емісія) має здійснюватися за ціною, не нижчою за її ринкову вартість, що затверджується наглядовою радою;

3) передбачено обов'язковий викуп товариством акцій на вимогу акціонерів, якщо він зареєструвався для участі у загальних зборах та голосував проти прийняття загальними зборами рішення про: злиття, приєднання, поділ, перетворення, виділ, зміну типу товариства; вчинення товариством значного правочину (якщо ринкова вартість майна або послуг, що є його предметом, становить від 10 до 25% вартості активів); зміну розміру статутного капіталу. Ціна викупу акцій не може бути меншою, ніж їх ринкова вартість;

4) публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру включення акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі;

Ціною обслуговування фінансування діяльності підприємства на основі акціонування є:

1) виплата дивідендів на акції;

2) право голосу для акціонерів при ухваленні управлінських рішень.

НКЦПФР за підтримки Проекту USAID «Розвиток ринків капіталу» впроваджено Електронна система комплексного розкриття інформації (ЕСКРІН), що має створити в Україні основу для ефективної взаємодії між регулятором, емітентами, інвесторами та громадськістю (потенційними інвесторами) у частині підготовки, подання та оприлюднення інформації про діяльність емітентів цінних паперів згідно з вимогами до розкриття інформації.

Перевагами випуску акцій з метою залучення фінансових ресурсів є:

1) ринковий механізм оцінки вартості власних цінних паперів;

2) відсутність постійних фіксованих витрат (виплати відсотків);

3) розширення кількості акціонерів;

4) стимулювання персоналу за рахунок продажу їм акцій за пільговими цінами.

Цей спосіб залучення капіталу має один суттєвий недолік – можливість втрати контролю над компанією для основних (мажоритарних) акціонерів.

3. Боргове фінансування (рис. 10.6) використовується для реалізації інвестиційних проектів із високою нормою прибутковості та незначними строками окупності витрат; передбачає залучення ко-

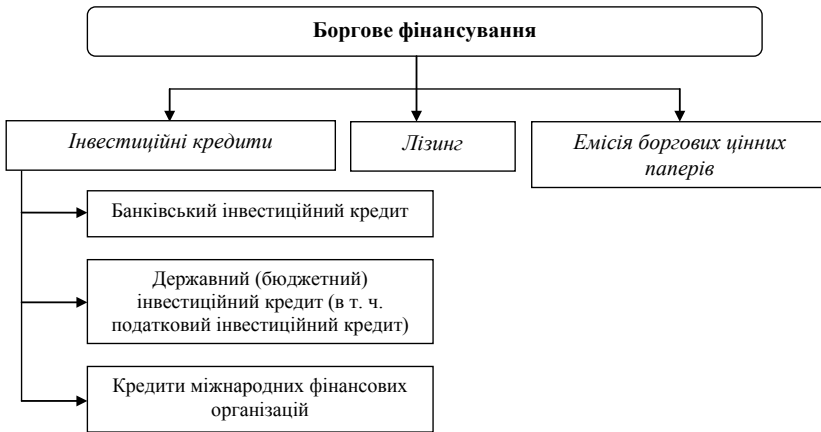


Рис. 10.6. Види боргового фінансування інвестицій

штів шляхом отримання кредитів (банківських, міжнародних, державних, товарних) або випуску боргових цінних паперів (перш за все, облігацій). Воно має такі переваги порівняно з акціонуванням:

- кредитор не претендує на майбутні прибутки підприємства, а має право тільки на обумовлену суму боргу і відсотків за ним;
- кредитор не претендує на участь у капіталі компанії.

Недоліками боргового фінансування є:

- використання позичкового капіталу призводить до виникнення ризику зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності;
- розмір боргу, який може взяти на себе компанія є обмеженим;
- вартість позичкового капіталу залежить від кон'юнктури фінансового ринку.

Обслуговування боргового фінансування здійснюється шляхом періодичних сплат відсоткових платежів та основної суми боргу.

Випускаючи облігації, вітчизняні емітенти повинні дотримуватись таких нормативно-правових норм:

1) облігації підприємств розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати свого статутного капіталу;

2) не допускається розміщення облігацій підприємств для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття

збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності;

3) юридична особа має право розміщувати відсоткові та/або дисконтні облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами;

4) рішення про розміщення боргових цінних паперів на суму, що не перевищує 25% вартості активів товариства, може приймати наглядова рада (якщо більше 25% – загальні збори акціонерів);

5) проспект емісії облігацій, що розміщуються акціонерним товариством, може передбачати можливість конвертації боргових цінних паперів в акції акціонерного товариства (конвертовані облігації). Проте акції прості акції не підлягають конвертації в інші цінні папери акціонерного товариства;

6) облігації можуть розміщуватися як публічним, так і приватним способом;

7) емітент зобов'язаний здійснювати викуп облігацій у їх власників у разі, коли умовами розміщення облігацій передбачені випадки, строки та ціна такого викупу;

8) строк погашення облігацій не має перевищувати 1 року з дати початку погашення;

9) облігації існують виключно в бездокументарній формі;

10) облігація має номінальну вартість, установлену в національній або іноземній валюті;

11) емітент облігацій підприємств може прийняти рішення про продовження визначених проспектом емісії строків обігу та погашення облігацій у разі викупу ним усього відповідного випуску (серії) облігацій або згоди на продовження таких строків усіх власників відповідного випуску (серії) облігацій. У разі такого викупу його ціна не може бути меншою ніж номінальна вартість облігацій.

Для фінансування будівництва можуть залучатися кошти від фізичних та юридичних осіб через розміщення іменних забезпечених цільових облігацій. Виконання зобов'язань за цими облігаціями передбачається об'єктами житлового будівництва.

Емісію цільових облігацій може здійснювати юридична особа, яка має право на виконання функцій замовника будівництва такого об'єкта, або юридична особа, що уклала договір участі у будівництві житла з органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, що мають право власності, оренди чи постійного користування земельною ділянкою, на якій буде розташовано об'єкт житлового будівництва, яким забезпечуватиметься виконання зобов'язань за цільовими облігаціями.

Специфічними ознаками банківського інвестиційного кредитування є такі:

1) при кредитуванні об'єктом оцінки є не позичальник, а його інвестиційні наміри (інвестиційний проект) і в кредитора виникає необхідність детального аналізу техніко-економічного обґрунтування інвестиційних заходів, що кредитуються;

2) відсотки за інвестиційний кредит не мають перевищувати рівень дохідності за інвестиціями;

3) строк інвестиційного кредиту залежить від строку окупності інвестицій;

4) інвестиційна позика може бути видана з пільговим терміном відшкодування (на строк реалізації інвестицій) впродовж якого сплачуються лише відсотки за кредит, а основна сума відшкодовується у наступні періоди часу.

Одним з напрямів генерування банківських ресурсів є інноваційна фінансова технологія, яка полягає в сек'юритизації наявних активів. В Україні сьогодні ця фінансова технологія практично не застосовується, за винятком декількох операцій з рефінансування іпотечних активів (ПриватБанк, Укргазбанк).

Термін „сек'юритизація” вперше з'явився в 1977 р. у виданні Wall Street Journal. Льюїс Ранієрі з іпотечного департаменту Salomon Brothers запропонував використовувати цей термін репортеру з Wall Street Journal у статті, яка була присвячена опису андеррайтингу першого випуску цінних паперів, забезпечених заставою прав вимог за іпотечними кредитами.

Згідно з визначенням міжнародної аудиторської компанії KPMG сек'юритизація – це спосіб залучення фінансування, пов'язаний із випуском цінних паперів, забезпечених активами, які генерують

стабільні грошові потоки (іпотечні кредити, автокредити, лізингові активи, комерційна нерухомість, яка генерує стабільний рентний дохід і т.д.). Таким чином, сек'юритизація передбачає заміну неринкових позик або потоків грошових коштів на цінні папери, які вільно обертаються на ринку капіталів.

Сек'юритизація є одним з видів структурного фінансування (structured finance), під яким розуміють тип фінансування, за якого кредитна якість випущених боргових зобов'язань оцінюється на основі прямої гарантії третьої сторони або на основі якості активів позичальника, а не на основі стійкості самого позичальника.

Сек'юритизація поділяється на два види: класичну (балансову та позабалансову) та синтетичну.

Балансова сек'юритизація передбачає випуск цінних паперів, забезпечених правами вимог, які залишаються на балансі банківської установи. Ця схема сек'юритизації набула найбільшого розвитку в Німеччині щодо фінансування іпотечного кредитування. Проте право емітувати облігації, забезпечені іпотечними активами (pfandbrief), мають право тільки кредитні установи, які мають право тільки надавати лише іпотечні кредити.

Позабалансова сек'юритизація передбачає передачу банківських активів на баланс спеціалізованої установи, яка здійснює емісію боргових зобов'язань під заставу цих активів. Цей вид сек'юритизації щодо іпотечних активів виник у США, де в ролі спеціалізованих установ виступають іпотечні агенції – Федеральна національна іпотечна асоціація (FNMA), Урядова національна іпотечна асоціація (GNMA) та Федеральна житлова асоціація (FHA).

Основними учасниками процесу позабалансової сек'юритизації є такі:

- 1) оригінатор – це банківська установа, яка здійснює сек'юритизацію активів (іпотечних, споживчих кредитів та інших активів) шляхом передачі прав вимог за ними спеціальній юридичній особі;
- 2) спеціальна юридична особа (SPV) – установа, що здійснює придбання банківських активів шляхом фінансування їх купівлі з допомогою емісії боргових цінних паперів, які забезпечені цими активами;
- 3) сервісер – компанія, що обслуговує сек'юритизовані активи;

4) трасті – спеціальна трастова компанія вповноважена представляти інтереси інвесторів.

Здійснюючи позабалансову сек'юритизацію, необхідно застосовувати дві концепції: концепцію “дійсного продажу” (true sale) та концепцію захисту від банкрутства (bankruptcy remoteness).

Концепція “дійсного продажу” передбачає, що банківські активи передаються з балансу оригінатора на баланс SPV, і в разі банкрутства оригінатора не можуть розподілятися між кредиторами оригінатора.

Концепція захисту від банкрутства передбачає спеціальний правовий режим SPV, який обмежується діяльністю, необхідною лише для реалізації цілей сек'юритизації (випуск, обслуговування та погашення цінних паперів, забезпечених активами), а також заборону на проведення реорганізації і добровільної ліквідації SPV та добровільної відмови учасників угоди від позову про визнання SPV банкрутом.

Синтетична сек'юритизація передбачає перенесення ризиків від кредитора до інвесторів шляхом випуску гібридних кредитних деривативів (насамперед кредитних нот).

Здійснюючи сек'юритизацію банківських активів, потрібно дотримуватися принципу конгруентності, який полягає в тому, що за своїми умовами вимоги банків до позичальників за кредитами і зобов'язання банків за цінними паперами, що випущені під забезпечення цими кредитами, мають бути співвідносні. Загальна сумарна вартість випущених банком цінних паперів має бути покрита грошовими зобов'язаннями в розмірі їх номіналу меншою мірою такої самої вартості і такими самими доходами від процентів.

У міжнародній практиці основними видами фінансових інструментів, які випускаються при сек'юритизації активів, є такі:

1. MBS (mortgage-backed securities) – це цінні папери, виплати за якими забезпечені пулом іпотечних кредитів, і відсоткові платежі за облігаціями здійснюються за рахунок отриманих доходів за іпотечними активами. Ці інструменти поділяються на два види – цінні папери, що забезпечені житловою іпотекою (RMBS – residential mortgage-backed securities), та цінні папери, забезпечені комерційною іпотекою (CMBS – commercial mortgage-backed securities).

2. CMO (collateralized mortgage obligation) – це інструменти аналогічні до MBS, проте вони емітуються декількома траншами з різними відсотковими ставками та термінами погашення з метою зменшення ризику дострокового погашення інструментів у зв'язку з достроковим погашенням іпотечних кредитів.

3. ABS (asset-backed securities) – це фінансові інструменти, забезпечені пулом активів, які генерують передбачуваний потік грошових коштів (переважно у Європі це споживчі кредити, заборгованість за кредитними картками та вимоги за лізинговими договорами).

4. CLO (collateralized loan obligation) – це цінні папери забезпечені пулами кредитів, однак їх випуск здійснюється декількома траншами з різними відсотковими ставками та термінами погашення з метою зменшення ризику дострокового погашення інструментів у зв'язку з достроковим погашенням кредитів.

5. CBO (collateralized bond obligation) – це цінні папери забезпечені пулом облігацій.

6. CDO (collateralized debt obligation) – це цінні папери, забезпечені пулом із різноманітних типів боргових інструментів, який може включати корпоративні облігації, видані інституціональними інвесторами кредити або транші цінних паперів, що емітовані відповідно до угод сек'юритизації (більшу частину забезпечення таких цінних паперів в Європі становлять кредити середньому бізнесу).

7. АВСР (asset-backed commercial paper) – це короткострокові комерційні цінні папери, основні борги і відсотки, за якими виплачуються із грошових потоків від активів, що є забезпеченням цих цінних паперів. У випадку неможливості випуску нових комерційних паперів для погашення раніше випущених виплати держателям здійснюються за рахунок коштів резервного кредиту.

Основними видами банківських інвестиційних кредитів є такі:

1) строкові кредити підприємцям – призначені для фінансування довго- та середньострокових інвестиційних проектів (купівля обладнання, будівництво споруд) строком більше 1-го року. Потенційний боржник звертається за кредитом на основі з кошторису на проект, а надалі зобов'язується його погасити серіями платежів. Ці

кредити базуються на потоці майбутніх платежів підприємців, за допомогою яких здійснюватиметься поступове погашення кредиту;

2) револьверне кредитування (револьверна кредитна лінія) – дозволяє фірмі-боржнику запозичити кошти в межах визначеного ліміту, погашати всю суму запозичень або її частину та проводити у разі необхідності повторне запозичення в межах строку дії кредитної лінії. Найбільш часто цей тип кредитування використовується, коли клієнт не може точно визначити майбутні надходження грошових коштів або розмір майбутніх потреб у кредитуванні.

3) довгострокові проектні кредити – використовуються для фінансування поповнення основного капіталу, яке в майбутньому забезпечить надходження готівки. Ці кредити можуть надаватися:

а) без права регресу на позичальника – кредитор бере на себе комерційний та політичний ризик, пов'язаний з реалізацією проекту, оцінюючи лише потоки готівки, які генеруються проектом і спрямовуються на погашення кредитів;

б) без регресу на позичальника в період, який є наступним за введенням проекту в експлуатацію, – спонсори проекту або його підрядчики гарантують завершення освоєння капіталовкладень, введення об'єкта кредитування в експлуатацію, дотримання кошторисної вартості і за певних умов, беруть на себе відшкодування збитків, пов'язаних із затримкою введення об'єкта в експлуатацію і перевищенням розрахункової собівартості. Гарантійне зобов'язання видається кредиторіві на забезпечення своєчасної сплати належної від позичальника суми основного боргу і нарахованих відсотків;

в) з повним регресом на позичальника – кредитор у цьому випадку не бере на себе ніякого ризику, пов'язаного з проектом, обмежує свою участь наданням коштів проти гарантій спонсорів проекту або третіх осіб, не аналізуючи або аналізуючи генеровані проектом потоки готівки. Надані кредиторіві гарантії можуть мати “незбалансований” характер і виступати у формі договорів про управління, безумовних договорів постачання та ін., кожний з яких може об'єднуватися з певними обмеженнями в кредитній угоді, а саме: обмеженнями у виплаті дивідендів, створенні резервних та інших фондів;

г) на консорціумних засадах – ризики, що виникають у кредитора розподіляються між декількома банками, які у певних частках надають кредити позичальнику для фінансування інвестиційних проектів.

У межах державних інвестиційних кредитів можна виділити інвестиційний податковий кредит – це відстрочка плати податку на прибуток, що надається суб’єкту підприємницької діяльності на визначений строк з метою збільшення його фінансових ресурсів для здійснення інноваційних програм, з наступною компенсацією відстрочених сум у вигляді додаткових надходжень податку через загальне зростання прибутку, що буде отримано внаслідок реалізації інноваційних програм. Цей тип кредиту був передбачений ЗУ “Про оподаткування прибутку підприємств” від 22.10.1997 р. № 283/97-ВР. Однак в Податковому кодексі України такого поняття як “податковий інвестиційний кредит” не має.

4. Лізинг – це господарська діяльність, спрямована на інвестування власних чи залучених фінансових коштів, яка полягає в наданні за договором лізингу однією стороною (лізингодавцем) у виключне користування другій стороні (лізингоодержувачу) на визначений строк майна, що належить лізингодавцю або набувається ним у власність (господарське відання) за дорученням чи погодженням лізингоодержувача у відповідного постачальника (продавця) майна, за умови сплати лізингоодержувачем періодичних лізингових платежів (згідно з Господарським кодексом України).

Види лізингових операцій визначено у Податковому кодексі (рис. 10.7) і їх порівняно до орендних операцій.

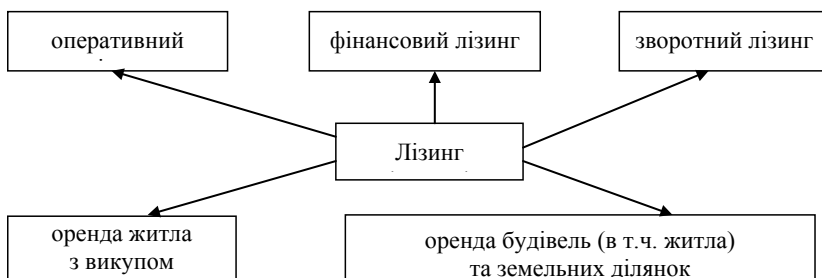


Рис. 10.7. Види лізингових (орендних) операцій

Орендаром державного майна в Україні є ФДМУ.

Фінансовий лізинг – господарська операція фізичної або юридичної особи, що передбачає передачу орендарю майна, яке є основним засобом і придбане або виготовлене орендодавцем, а також усіх ризиків та винагород, пов'язаних з правом користування та володіння об'єктом лізингу.

Лізинг вважається фінансовим, якщо лізинговий договір містить одну з таких умов:

- об'єкт лізингу передається на строк, протягом якого амортизується не менше 75% його первісної вартості, а орендар зобов'язаний придбати об'єкт лізингу у власність протягом строку дії лізингового договору або в момент його закінчення за ціною, визначеною у такому лізинговому договорі;
- сума лізингових платежів з початку строку оренди дорівнює або перевищує первісну вартість об'єкта лізингу;
- балансова (залишкова) вартість об'єкта лізингу на момент закінчення дії лізингового договору, становить не більш як 25% первісної вартості ціни такого об'єкта лізингу, що діє на початок строку дії лізингового договору;
- майно, яке передається у фінансовий лізинг, виготовлене за замовленням лізингоотримувача та після закінчення дії лізингового договору не може бути використаним іншими особами, крім лізингоотримувача, з огляду на його технологічні та якісні характеристики.

Здійснення цього типу лізингу регулюється ЗУ “Про фінансовий лізинг” від 11.12.2003 р. № 1381-IV.

Оперативний лізинг – господарська операція фізичної або юридичної особи, що передбачає передачу орендарю основного засобу, придбаного або виготовленого орендодавцем на мовах інших, ніж передбачаються фінансовим лізингом.

Зворотний лізинг – господарська операція фізичної чи юридичної особи, що передбачає продаж основних засобів фінансовій організації з одночасним зворотним отриманням таких основних засобів такою фізичною чи юридичною особою в оперативний або фінансовий лізинг.

Оренда землі – засноване на договорі строкове платне володіння і користування земельною ділянкою, необхідною орендареві для проведення підприємницької та інших видів діяльності (ЗУ “Про оренду землі” від 06.10.1998 р. № 161-XIV). Орендар має переважне право на придбання земельної ділянки у власність у разі продажу її, за умови, що він сплачує ціну, за якою вона продається, а в разі продажу на аукціоні – якщо його пропозиція є рівною з пропозицією, яка є найбільшою із запропонованих учасниками аукціону. Не допускається продаж орендованих земельних ділянок державної або комунальної власності без згоди на це орендаря. Строк дії договору оренди землі не може перевищувати 50 років.

Оренда житлових приміщень – операція, яка передбачає надання жилого будинку, квартири або їх частини її власником у користування орендарю на визначений строк, для цільового використання та за орендну плату. Договір оренди (найму) житла укладається на строк, встановлений договором. Якщо у договорі строк не встановлений, договір вважається укладеним на 5 років.

Оренда житла з викупом – операція юридичної особи, що передбачає передання другій стороні – фізичній особі (особі-орендарю) майнових прав на нерухомість, будівництво якої не завершене та/або житло за плату на довготривалий (до 30 років) строк, після закінчення якого або достроково, за умови повної сплати орендних платежів та відсутності інших обтяжень та обмежень на таке житло, житло переходить у власність орендаря. Оренда житла з викупом може передбачати відступлення права вимоги на платежі за договором оренди житла з викупом.

У міжнародній практиці залежно від терміну дії розрізняють оренду довгострокову (лізинг), середньострокову від 1-го до 3-х років без викупу майна (хайринг) та короткострокову до 1-го року без викупу майна (рентинг).

4. Допомога – це ресурси та послуги, що надаються донорами на безоплатній основі. Вона може залучатись у вигляді:

- будь-якого майна, необхідного для забезпечення виконання завдань проектів (програм);
- робіт і послуг;
- прав інтелектуальної власності;

- фінансових ресурсів та ін.
- Фінансова допомога (надання фінансових ресурсів) поділяється на:
- безповоротну фінансову допомогу (гранти) – сума коштів, що передається на безповоротній, безоплатній основі;
 - поворотну фінансову допомогу – сума коштів, що надійшла суб'єкту економічної діяльності у користування за договором, який не передбачає нарахування процентів або надання інших видів компенсацій у вигляді плати за користування такими коштами та є обов'язковою до повернення.

§ 3. Оцінка вартості акумульованих інвестиційних ресурсів

У прийнятті рішень про інвестування велику роль відіграє механізм визначення вартості інвестиційних ресурсів (капіталу).

Вартість інвестиційного капіталу – це необхідна ставка доходу, яку повинна мати фірма, щоб покривати витрати для залучення капіталів на ринку.

Середньозважена вартість капіталу (WACC – Weighted Average Cost Of Capital) розраховується як середня величина з необхідної дохідності за різними джерелами фінансування, а питомими вагами служать частки кожного джерела фінансування інвестицій (рис. 10.8):

$$WACC = K_b \cdot (1 - T) \cdot \left(\frac{B}{B + P + S}\right) + K_p \cdot \left(\frac{P}{B + P + S}\right) + K_s \cdot \left(\frac{S}{B + P + S}\right),$$

де B – обсяг капіталу, отриманого від випуску облігацій;

P – обсяг капіталу, отриманого від випуску привілейованих акцій;

S – обсяг капіталу, отриманого від випуску звичайних акцій;

K_b – вартість капіталу від облігацій;

K_s – вартість капіталу від звичайних акцій;

K_p – вартість капіталу від привілейованих акцій;

T – ставка податку на прибуток.

Вартість капіталу, отриманого шляхом випуску облігацій розраховується за формулою:

$$K_b = \frac{C_b}{N \cdot (1 - V)},$$

де K_b – вартість капіталу від облігацій; C_b – річний купонний платіж за облігаціями; N – номінальна вартість облігації; V – витрати на випуск облігації.

Для розрахунку середньозваженої вартості капіталу використовується післяподаткова вартість боргу $K_b \cdot (1 - T)$, і вона дорівнює номінальній процентній ставці K_b за вирахуванням коштів, зекономлених за рахунок зменшення податкових платежів:

$$\begin{aligned} \text{Процентні витрати на обслуговування боргу} &= \\ &= \text{Процентні платежі} - \text{Податковий щит}; \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Податковий щит} &= \text{Ставка податку на прибуток} \times \\ &\times \text{Процентні платежі}. \end{aligned}$$

Така ситуація пов'язана з тим, що процентні витрати віднімаються від прибутку до оподаткування, тобто, як вказують закордонні фахівці інвестиційної теорії, частину витрат з оплати боргу фактично бере на себе уряд. Таким чином, вартість боргового фінансування для компанії є менша, ніж величина дохідності, яку отримують власники її боргових зобов'язань.

Вартість капіталу, отриманого шляхом випуску звичайних акцій, значається за формулою:

$$K_s = \frac{D}{P_s \cdot (1 - V)} + G,$$

де K_s – вартість капіталу від звичайних акцій;

D – обсяг дивідендів;

P_s – ринкова вартість звичайних акцій;

V – витрати на випуск звичайних акцій;

G – постійний темп приросту дивідендів.

Вартість капіталу, отриманого шляхом випуску звичайних акцій можна визначити також на основі *CAPM* (*Capital Assets Price Model*) У. Шарпа:

$$K_s = i + (R_m - i)\beta_s,$$

де i – показник прибутковості для безризикових вкладень капіталу;

R_m – середній рівень ринкової прибутковості;

β_s – фактор ризику активів (відображає, як змінюється дохідність акції за зміною середньої дохідності ринку).

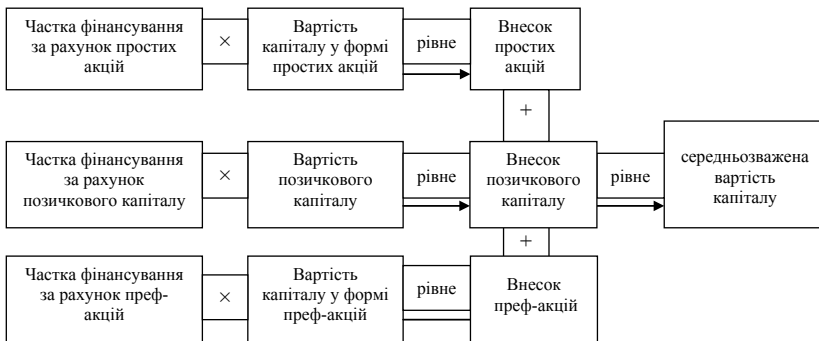


Рис. 10.8. Розрахунок середньозваженої вартості капіталу (за П. Етрілом)

Вартість капіталу від привілейованих акцій визначається за формулою:

$$K_p = \frac{D}{P_s \cdot (1 - V)},$$

де K_p – вартість капіталу від преф-акцій;

P_s – ринкова ціна преф-акцій;

D – обсяг дивідендів за преф-акціями;

V – витрати на випуск привілейованих акцій.

Для забезпечення ефективності роботи компанії (у тому числі інвестиційної діяльності) менеджмент повинен визначити цільову структуру капіталу, тобто співвідношення боргового та акціонерного фінансування.

Відповідно до міжнародної інвестиційної практики:

1) акціонерне фінансування – це обсяг коштів, залучений від розміщення простих акцій;

2) боргове фінансування – це обсяг коштів, отриманий від продажу облігацій та преф-акцій.

Привілейовані акції включаються до боргового фінансування, оскільки:

1) дохід власника преф-акцій, який обіцяє емітент, є фіксованим;

2) власники преф-акцій, на відміну від власників простих акцій, мають пріоритет щодо дивідендних виплат та розподілу активів у разі банкрутства емітента. Так, згідно з вітчизняним законодав-

ством привілейовані акції надають їх власникам переважні, стосовно власників простих акцій, права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Крім того, у разі відсутності або недостатності чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку минулих років виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється за рахунок резервного капіталу товариства або спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями.

Політика щодо структури капіталу має забезпечувати компроміс між ризиком і дохідністю. Так, використання більшої суми позичкових ресурсів:

- збільшує ризик для акціонерів;
- призводить до більшої рентабельності власного капіталу ($ROE = \text{прибуток} / \text{власний капітал}$), через використання податкового щита.

На формування структури капіталу впливають ризики діяльності компанії, які в цьому аспекті поділяються на два види:

1) діловий ризик (бізнес-ризик) – ризик доходів акціонерів у випадку, коли не використовується позичковий капітал;

2) фінансовий ризик – додатковий ризик власників акцій при використанні емітентом позичкового капіталу.

З цими ризиками пов'язане поняття левериджу (від англ. leverage – дія важеля), тобто посилення впливу певних чинників на прибуток компанії, який розподіляється серед акціонерів.

У міжнародній практиці розрізняють два види левериджу:

1. Операційний леверидж, ефект якого зумовлений наявністю постійних операційних витрат і полягає в тому, що зміна обсягів продажів приводить до пропорційно більшої зміни операційного прибутку (прибутку до сплати відсотків та податків – earnings before interest and taxes – ЕВІТ). Специфіка левериджу полягає в можливості “посилення” як прибутків, так і збитків. Ю. Брігхем стверджує: “...якщо постійні витрати високі, то навіть незначне зменшення продажів може призвести до різкого зниження ROE (рентабельності капіталу)”. Вважається, чим вищі постійні витрати (операційний леверидж), тим вищий діловий ризик.

Коефіцієнт операційного левєриджу = FC / TC або FC / S ,

де FC (fixed costs) – постійні витрати;

TC (total costs) – сукупні витрати;

S – обсяг продаж.

Сила операційного левєриджу (degree of operating leverage – *DOL*) визначається за формулою:

$$DOL = \text{Відсоткова зміна EBIT} / \text{Відсоткова зміна обсягу виробництва або продаж.}$$

При відомому значенні *DOL* керівник компанії наперед може визначити, як вплинуть можливі зміни обсягу продаж на операційний прибуток. На основі такої випереджуючої інформації керівництво може прийняти рішення про відповідну зміну своєї політики щодо продажу продукції або структури витрат (співвідношення між постійними та змінними витратами). Як правило, компанії не працюють з великими рівнями операційного левєриджу, оскільки незначне зменшення обсягу продаж може призвести до значного падіння прибутку.

Значення *DOL* є несуттєвим, коли фірма підтримує постійний рівень продаж та постійну структуру витрат.

2. Фінансовий левєридж відображає, що капітал з постійними витратами (боргове фінансування) може додатково (непропорційно) посилювати зміну EBIT. П.Етріл порівнює ефект фінансового левєриджу з дією шестерень (рис. 10.9). Рух великої шестерні (EBIT) викликає непропорційно швидкий рух меншої шестерні (доходи власників звичайних акцій).

$$\text{Коефіцієнт фінансового левєриджу} = B + P / B + P + S,$$

де B – обсяг капіталу, отриманого від випуску облігацій;

P – обсяг капіталу, отриманого від випуску привілейованих акцій;

S – обсяг капіталу, отриманого від випуску звичайних акцій.

Чим вищий фінансовий левєридж, тим вищий фінансовий ризик компанії. Вплив фінансового левєриджу є позитивним у тому випадку, коли фірма використовує боргові ресурси, щоб отримати прибуток більший, ніж постійні витрати на обслуговування боргу, який надалі розподіляється між акціонерами. Негативний вплив фінансового важеля – фірма не може отримати достатній рівень доходів, щоб компенсувати витрати з обслуговування боргів.

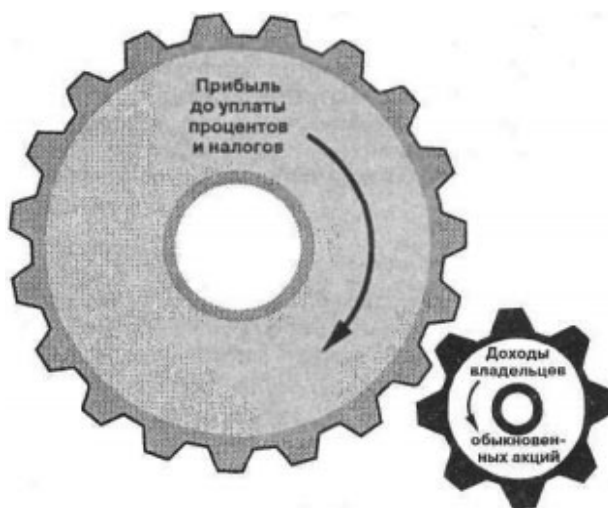


Рис. 10.9. Вплив фінансового левериджу (за П. Етрілом)

Ван Хорн вказує, що використання фінансового важеля – це другий з двох етапів у процесі посилення прибутку. На першому етапі операційний важіль посилює вплив зміни обсягу продаж на зміну операційного прибутку. На другому етапі фінансовий директор має можливість підключити фінансовий важіль для ще більшого посилення впливу зміни операційного прибутку на зміну доходності акцій (*EPS*).

Сила фінансового левериджу (*degree of financial leverage – DFL*) визначається за формулою:

$$DFL = \text{Відсоткова зміна величини } EPS / \text{Відсоткова зміна величини } EBIT$$

DFL визначає відсоткову зміну прибутку на одну акцію (*EPS*) в результаті 1% зміни операційного прибутку (*EBIT*).

До певної межі фінансовий леверидж сприяє підвищенню вартості фірми. Коли заборгованість стає дуже висока порівняно з власним капіталом, то фінансовий ризик і ймовірність неплатоспроможності зростають. У цьому випадку власники звичайних акцій та боргових зобов'язань будуть прагнути отримати більшу компенсацію за більший рівень ризику у формі більшого рівня доходності. Відповідно, основним завданням фінансових менеджерів є пошук рівня фінансо-

вого левериджу (як співвідношення між заборгованістю та капіталом фірми), який не призводить до значних змін доходу на акцію і не насторожує інвесторів щодо зростаючого ризику неплатоспроможності.

3. Сукупний леверидж, сила (degree of total leverage – *DTL*) якого визначається так:

$$DTL = DOL \times DFL.$$

Сукупний леверидж дозволяє оцінити сукупний ризик компанії (діловий ризик + фінансовий ризик). *DTL* можна утримувати на прийнятному рівні шляхом комбінування *DOL* та *DFL*. Наприклад, значний діловий ризик (високий операційний леверидж) компенсувати зменшенням фінансового ризику за рахунок зменшення фінансового левериджу.

Використовуючи дані щодо левериджу та вартості фінансування, менеджери повинні вибрати таку структуру капіталу, яка забезпечує максимальну ціну акцій фірми. Структура капіталу, яка призводить до мінімуму WACC, дозволяє отримати максимальне значення ціни фірми.

Для визначення структури капіталу в теоретичному аспекті в міжнародній практиці найбільш відомими є:

- теорія Модільяні - Міллера (теорія ММ), яка була запропонована у 1958 р.
- сигнальна теорія.

Згідно з теорією ММ структура капіталу фірми не має ніякого впливу на її вартість (ціну акцій). Застосовувалися такі припущення:

- 1) на ринку відсутні транзакційні витрати;
- 2) не має корпоративних податків;
- 3) не має витрат на банкрутство;
- 4) приватні інвестори можуть позичати необмежені ресурси відсотковими ставками, які аналогічні для корпорацій;
- 5) інвестори та менеджери володіють однаковою інформацією;
- 6) на ЕВІТ не впливає використання позичкових коштів.

Надалі теорія була модифікована щодо врахування податків:

1) компанії прагнуть використовувати позичкові кошти в структурі капіталу, оскільки витрат на них вираховуються з прибутку до оподаткування, на відміну від дивідендів а акціями;

2) однак інвестори сплачують за акціями менші відсотки, ніж за облігаціями, а тому прагнуть вкладати кошти в акції.

На основі додаткових досліджень (з врахуванням чинника податків, витрат на банкрутство) розроблена теорія компромісу левєриджу, відповідно до якої компанії на основі вибору своєї структури капіталу досягають компромісу між перевагами фінансування за рахунок позичкових коштів (вигідне оподаткування) і зростанням вартості капіталу та витратами, пов'язаними з банкрутством (зменшують привабливість боргових інструментів для інвесторів через ризик неплатоспроможності позичальника).

Ю. Брігхем описує теорію компромісу (рис. 10.10) так:

1. У результаті вирахування процентів за борговим фінансуванням з прибутку до оподаткування (дія податкового щита) позичкові ресурси є дешевшими, ніж акціонерний капітал. Відповідно, використання позичкових ресурсів дозволяє більшу частину операційного прибутку (ЕВІТ) розподіляти серед акціонерів. Як наслідок, чим більше компанія використовує позичкових коштів, тим вищою теоретично має бути її вартість та ціна акцій (на рис. 10.10 лінія ММ).

2. Існує певний пороговий рівень заборгованості (D_1), нижче якого витрати, пов'язані з банкрутством, є дуже малі. Однак після точки D_1 вони починають зростати. В інтервалі між точками D_1 і D_2 витрати, пов'язані з банкрутством, зменшують, але не повністю вигоди від податкових переваг при використанні позичкового капіталу, тому в цьому інтервалі із зростанням левєриджу ціна акцій зростає (хоча зі спадною швидкістю), однак після точки D_2 витрати, пов'язані з банкрутством, уже перевищують податкові переваги. З цього моменту ціна акцій зменшується, тобто оптимальною структура капіталу досягається в точці D_2 .

Сигнальна теорія (Маерса–Майлуфа) базується на сигналах, що подають інвесторам у результаті прийняття фірмою рішення про залучення боргового чи акціонерного капіталу. В основі цієї теорії лежить твердження про асиметричність інформації (неоднаковість), доступної для інвесторів та менеджерів компанії. Так, випуск акцій дає негативний сигнал, а випуск облігацій позитивний або нейтральний сигнал. Інвестори вважають, що коли менеджери володіють інформацією про зростання прибутків, то вони не зацікавлені у поділі потенційно більших прибутків з новими акціонерами, а тому для фінансування діяльності будуть залучати борговий капітал, а не

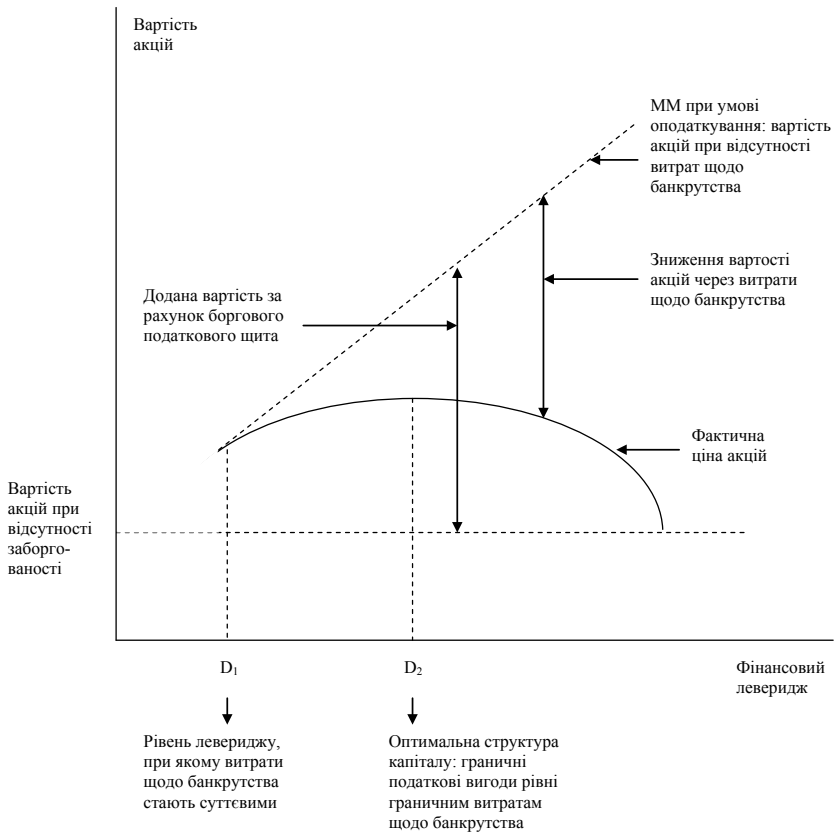


Рис. 10.10. Вплив левериджу на вартість компанії

емітувати акції. Оскільки випуск акцій подає негативний сигнал і, як правило, знижує ціну акцій, навіть за наявності позитивних перспектив фірми, то значним фірмам, які розвиваються, і не мають значних фінансових проблем, доцільно підтримувати резервний позичковий потенціал, який може бути використаний у випадку, коли виникне особливо приваблива можливість інвестицій.

Ю. Брігхем у своєму підручнику “Фінансовий менеджмент” запропонував пам’ятку з прийняття рішень про структуру капіталу, відповідно до якої при визначенні структури капіталу необхідно враховувати такі чинники:

1) стійкість продаж – фірма, продажі якої відносно стабільні, може без ризику отримувати більше позичкових коштів і нести вищі постійні витрати, ніж компанія з нестійкою реалізацією;

2) структура активів – фірми, активи яких прийнятні для забезпечення кредитів, як правило, більшою мірою покладаються на позичкові кошти;

3) операційний леверидж – фірма з нижчим операційного леве-
риджу активніше використовуватиме фінансовий важіль, оскільки вона має менші ділові ризики;

4) темп зростання – швидкозростаючі фірми повинні більше покладатися на зовнішні джерела фінансування, хоча вищий ступінь невизначеності їх грошових потоків негативно впливає на їх готовність користуватися борговим капіталом;

5) рентабельність – доволі часто фірми з високим рівнем рентабельності інвестицій використовують відносно незначний обсяг позичкового капіталу; з однієї сторони, для таких фірм внутрішніх грошових потоків часто буває достатньо для фінансування їх проєктів, а з іншої – такі компанії зацікавлені в збереженні можливостей позичати кошти;

6) податки – процентні витрати вираховуються з оподатковуваної бази, і ці вирахування більш суттєві для фірм, які мають високі податкові ставки. Отже, чим вища для фірми ставка податку на прибуток, тим більше переваг у позичкового капіталу;

7) політика менеджменту – керівництво фірми завжди має власну думку щодо оптимальної структури капіталу і часто прагне дотримуватись своєї агресивної або консервативної політики запозичень;

8) становище на ринку – на ринку цінних паперів відбуваються зміни, які можуть суттєво вплинути на оптимальні структуру капіталу компанії;

9) асиметрія інформації та сигнальні ефекти – фірма зі сприятливими інвестиційними можливостями не зацікавлена випускати акції, вона надає перевагу нарощувати капітал за рахунок позичкових коштів до тих пір, поки високі рівні NPV проєктів не матеріалізуються в зростанні ціни її акцій; і навпаки фірма зі слабкими перспективами зазвичай надає перевагу залучати новий капітал шляхом додаткової емісії акцій.

Контрольні питання

1. Поясніть необхідність поповнення капіталу суб'єкта господарювання.
2. Дайте визначення поняттю „джерела фінансування інвестицій”.
3. Визначте основну класифікацію джерел інвестицій.
4. Назвіть основні відсоткові ставки, які пропонує кредитний ринок.
5. Як обґрунтувати структуру джерел фінансування інвестицій?
6. Яким чином здійснюється формування структури джерел?
7. Що таке леверидж?
8. Що таке фінансові ресурси?
9. Вкажіть всі відомі Вам значення поняття „капітал”.
10. Які є основні види капіталу?
11. Які головні джерела фінансових ресурсів?
12. Що таке фінансові інструменти? Назвіть їх.
13. Які основні шляхи формування та поповнення капіталу.
14. Дайте характеристику основним видам інвестиційних кредитів.

Дослідницькі завдання

1. Вартість інвестиційного капіталу та його структура.
2. Інструменти залучення фінансових інвестиційних ресурсів.
3. Фінансування інвестиційних проектів.
4. Суть і класифікація джерел фінансування капітальних вкладень.
5. Основні методи фінансування інвестиційних проектів.

Ключові поняття

Джерела фінансування інвестиційної діяльності. Власні, залучені, запозичені кошти, державні асигнування, кошти спонсорів, благодійні внески. Фінансове забезпечення інвестиційного процесу. Структуризація капіталу: обґрунтування структури джерел, оптимізація структури фінансових коштів.

Способи залучення капіталу: акціонування, боргове фінансування, консорціумне фінансування; оренда; пільгове фінансування; субсидування.

Рекомендована література

1. Інвестування [Текст] : підручник / В.М. Гриньова [та ін.]. – К. : Знання, 2008. – 452 с.
2. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність [Текст] : навч. посіб. / Т.В. Майорова. – 3-тє вид., переробл. та допов. – К. : Центр навч. л-ри, 2004. – 375 с.
3. Інвестиційне кредитування [текст] : навч.посіб. / А.А.Пересада, Т.В.Майорова. – К.: КНЕУ, 2002. – 271 с.

4. Бланк И. А. *Инвестиционный менеджмент: Учебный курс.* – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.
5. Мойсеєнко І.П. *Інвестування [Текст] : навч. посіб. / І.П. Мойсеєнко.* – К. : Знання, 2006. – 490 с.
6. Росс С. и др. *Основы корпоративных финансов / Пер. с англ.* – М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2001. – 720 с.
7. Ван Хорн Дж. *Основы управления финансами / Пер с англ.* – М.: Финансы и статистика, 1999. – 799 с.
8. Росс Геддес. *IPO и последующие размещения акций, К.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. - 352с.*
9. Бригхэм Ю., Эрхардт М. *Финансовый менеджмент. 10-е изд. / Пер. с англ. под ред. к. э. н. Е. А. Дорофеева.* — СПб.: Питер, 2009. — 960 с.
10. Этрилл П. *Финансовый менеджмент для неспециалистов. 3-е изд. / Пер. с англ. под ред. Е. Н. Бондаревской.* — СПб.: Питер, 2006. — 608 с.

Нормативно-правові акти

1. Закон України «Про інвестиційну діяльність» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
2. Закон України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
3. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
4. Закон України «Про оренду землі» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
5. Закон України «Про фінансовий лізинг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
6. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
7. Господарський кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
8. Податковий кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.

Інтернет-ресурси

- Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку <http://www.nssmc.gov.ua>
- Агентство США з міжнародного розвитку <http://www.usaid.gov>

РОЗДІЛ XI

ІНВЕСТИЦІЙНІ РИЗИКИ

1. Економічний зміст інвестиційних ризиків.
2. Управління ризиками реальних інвестицій на основі РМВОК.
3. Ризики фінансового інвестування.

§ 1. Інвестиційні ризики, їх види, методи оцінки та способи запобігання

Інвестування не можна розглядати без урахування ризику, тобто вірогідності відхилення величини фактичного інвестиційного доходу від величини очікуваного.

Першими дослідниками ризиків в економічній сфері є Дж. Нейман та О. Моргенштерн, які в книзі “Теорія ігор і економічна поведінка” висунули концепцію, що менеджер приймає рішення лише на основі порівняння ймовірностей позитивного результату подій.

У 1921 р. Ф. Найт у книзі “Ризик, невизначеність і прибуток” писав: “... для того, щоб дати задовільне пояснення прибутку, ми маємо відступити від “динамічної” теорії і повернутися до ідеї невизначеності майбутнього, тобто того стану речей, який у повсякденній мові і на жаргоні бізнесменів іменується розпливчатим словом “ризик”. Він також стверджував, що проблеми ризику розглядають у трьох контекстах: страхування, біржової справи і підприємництва. Ф. Найт запропонував концепцію взаємозв’язку ризику та дохідності, яка полягає в тому, що між рівнем очікуваного доходу та рівнем супутнього йому ризику існує прямо пропорційна залежність (на основі цієї концепції розвинута сучасна портфельна теорія).

На підставі цієї концепції в інвестиційній практиці поширене “золоте правило” інвестування, тобто чим вищий ризик, тим вищий дохід від інвестування.

Етимологічно “ризик” у перекладі з італійської *risiko* – небезпека, загроза, з французької *risque* – об’їжджати скелю.

З точки зору теорії системності (на думку Л. Темпена), ризики розглядаються як властивість, притаманна будь-яким видам доцільної діяльності. Вона проявляється як ймовірна невизначеність реалізації цільових функцій, характер, зміст, спрямованість і умови досягнення яких до кінця не зрозумілі суб’єкту, який приймає рішення.

Інвестиційні ризики – це ймовірність виникнення непередбачених втрат в умовах невизначеності умов інвестиційної діяльності.

Управління ризиками – це комплекс заходів, що включають ідентифікацію, аналіз, зниження і моніторинг ризиків, з метою зниження відхилення фактичних показників реалізації інвестицій від запланованих значень.

Ідентифікація ризиків передбачає аналіз поточного ринкового стану (зовнішнього середовища), виявлення основних точок генерації ризиків, побудова карти ризиків, детальний якісний опис ризиків.

За формами інвестування ризики поділяються на ризики реального та фінансового інвестування.

У сфері реальних інвестицій ризики пов’язані з реалізацією інвестиційних проектів і їх можна визначити як проектні ризики, а в процесі фінансового інвестування основними є фінансові ризики.

Управління інвестиційним ризиком повинне бути складовою інтегрованого ризик-менеджменту (*integrated risk management* – IRM). Згідно з “Енциклопедією фінансового ризик-менеджменту” (під ред. А. А. Лобанова та А. В. Чугунова): “...необхідною умовою прийняття нового погляду на місце ризик-менеджменту в загальній стратегії управління банку стала “революція в розумах” – перегляд домінуючого довгий час у наукових і ділових колах уявлення про те, що метою ризик-менеджменту є запобігання або ліквідація прийнятого ризику. Якщо логічно послідовно розвивати дану точку зору, то ми прийдемо до “зачарованого кола” ризику, подібного тому, що показано на рис. 11.1. Це замкнуте коло можна розірвати, тільки якщо відмовитися від вихідного посилання про захисну “реагуючу” (*defensive/reactive*) мінімізацію прийнятого ризику на користь активного, “випереджуючого” (*proactive*) керування ним з метою зни-

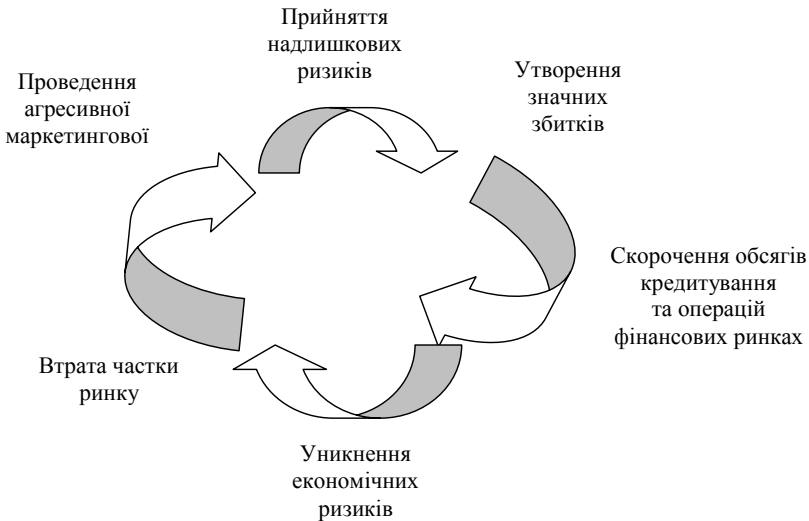


Рис. 11.1. “Зачароване коло” ризику

ження того негативного впливу, що здійснюють специфічні фактори й цикли ринкової кон’юнктури. Усвідомлення того, що “злом є не ризик сам по собі, а тільки той ризик, що невірно оцінений, котрим неправильно управляють або який є небажаним”, стало абсолютно необхідною передумовою для виникнення концепції інтегрованого ризик-менеджменту”.

У процесі управління ризиками інвестори визначають ризиковий профіль, який включає (за О. Барановським):

- 1) ризиковий спектр – це список ризиків, до яких схильна діяльність інвестора;
- 2) карта ризиків – схема розміщення конкретних ризиків щодо конкретних об’єктів і підсистем інвестора;
- 3) ймовірність ризику – це математична величина від 0 до 1, що вказує на ступінь можливості настання подій, які пов’язані з певним ризиком;
- 4) вартість ризику – оцінка фінансових наслідків, які зумовлює матеріалізація ризику, тобто настання небажаних подій, пов’язаних з цим ризиком.

§ 2. Управління ризиками реальних інвестицій на основі РМВОК

Проектний ризик у сфері реальних інвестицій – це ймовірність певного рівня втрат інвестором частини своїх ресурсів або недоотримання доходів, або появу додаткових витрат при реалізації інвестиційного проекту.

Ризики проектів стосуються технічних, організаційних та інших аспектів діяльності у сфері інвестування (рис. 11.2).

Згідно з РМВОК ризик проекту – це подія або умова, яка у випадку настання, впливає хоча б на одну ціль проекту (тривалість, вартість, якість тощо). Управління проектними ризиками включає такі етапи (рис. 11.3):

1) планування управління ризиками – це процес визначення порядку здійснення дій з управління ризиками в межах проекту. Планування важливе для виділення достатніх ресурсів та часу для виконання дій з управління ризиками та повинне здійснюватися на ранніх стадіях планування проекту. План управління ризиками включає такі елементи, як методологія ролі та відповідальності, розробка бюджету для управління ризиками; визначення строків та частоти виконання

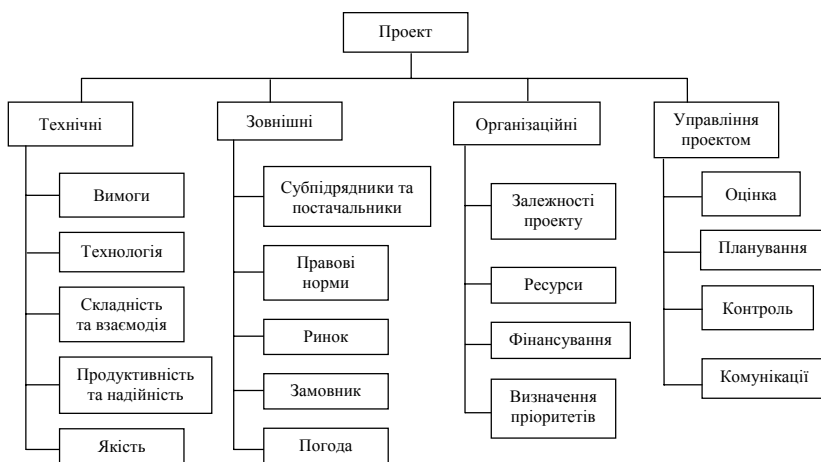


Рис. 11.2. Ієрархічна структура проектних ризиків (згідно РМВОК)



Рис. 11.3. Загальна схема управління ризиками проекту згідно з РМВОК

процесів управління протягом життєвого циклу проекту, категорії ризиків (визначення структури, на підставі якої здійснюється усестороння ідентифікація ризиків з необхідним рівнем деталізації), які оформлюються у вигляді ієрархічної структури; визначення ймовірності виникнення ризиків та їх впливу (їх матричне відображення);

2) ідентифікація ризиків – це ітеративний процес визначення ризиків, які можуть вплинути на проект та документування їх характеристик. Під час цього процесу використовується мозковий штурм, метод Дельфі (спосіб досягнення консенсусу між експертами для уникнення необ’єктивності результатів) та інші. В результаті складається список ідентифікованих ризиків з певним рівнем деталізації, наприклад, може відбутися подія, які матиме вплив, або за певної умови відбудеться подія, яка буде мати вплив. Крім того, в списку можуть вказуватися першопричини ризиків;

3) якісний аналіз ризиків – це процес визначення пріоритетів між ризиками для подальшого аналізу або дії з допомогою оцінки та сумування ймовірності їх виникнення та впливу. Зосередження зусиль на пріоритетних ризиках може суттєво вдосконалити виконання проекту. При оцінці впливу ризику визначається потенційний ефект, який він може мати на цілі проекту (вартість, терміни), включаючи негативний вплив для небезпек та позитивний вплив для сприятливих можливостей;

4) кількісний аналіз ризиків – це процес числового аналізу впливу виявлених ризиків на загальні цілі проекту (кількісний підхід до прийняття рішень в умовах невизначеності). Кількісний аналіз здійснюється щодо тих ризиків, які в результаті якісного аналізу були класифіковані як потенційно та суттєво важливі при реалізації проекту. Цей елемент управління проектними ризиками передбачає використання таких аналітичних методів:

– аналіз чутливості допомагає визначити, які ризики мають найбільший потенційний вплив на проект. У процесі аналізу чутливості встановлюється, в якому ступені невизначеність кожного елементу проекту відображається на цілі проекту за умови, що всі інші невизначені елементи приймають базові значення. Оцінюється вплив вихідних параметрів проекту (обсяг продаж, інвестиційні витрати, графік будівництва, рівень інфляції та ін.) на його кінцеві характеристики (NPV, IRR). Чим більший діапазон варіації параметрів, за якого NPV або інша кінцева характеристика залишається додатною величиною, тим стійкіший проект. Згідно з вимогами UNIDO аналіз чутливості обов'язкового повинен здійснюватися при інвестиційному проектуванні. Одним із способів відображення результатів цього типу аналізу є діаграма “торнадо”, яка будується як лінійна діаграма (кожен показник на діаграмі – це сума, на яку зміниться кінцева характеристика (наприклад, дохід) при збільшенні або зменшенні певного конкретного фактора, наприклад, на 10% (рис. 11.4).

– аналіз очікуваного грошового значення – це статистична концепція, яка дозволяє розрахувати середній результат, коли в майбутньому можуть відбутися різні сценарії. Щоб розрахувати очікуване грошове значення для проекту, необхідно помножити значення кожного можливого результату на ймовірність його настання, а надалі скласти разом отримані значення. Цей тип аналізу використовується під час аналізу дерева рішень;

– моделювання та імітація, за яких використовується модель для визначення можливих варіантів впливу детально описаних невизначеностей на результати проекту загалом. Ітеративна імітація здійснюється з допомогою методу Монте-Карло. Згідно з І. Бланком метод Монте-Карло передбачає комплексну оцінку проектного ризику на основі багаторазової імітації умов формування показників ефек-

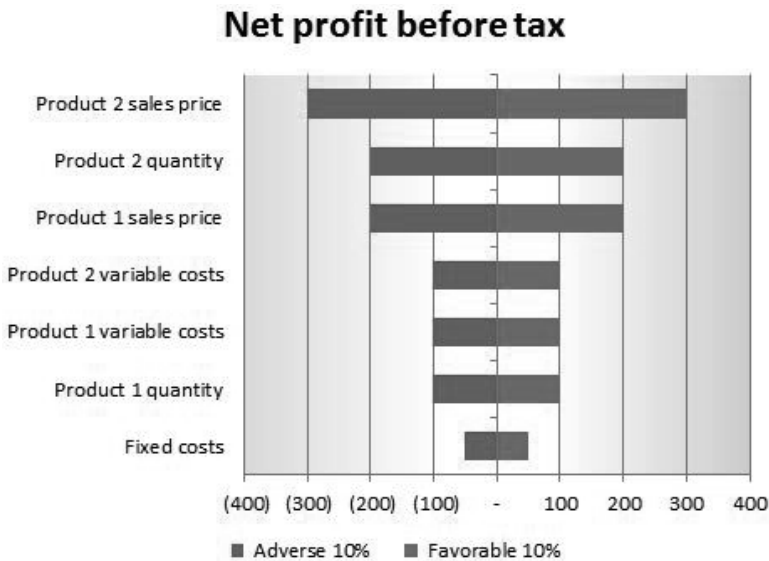


Рис. 11.4. Діаграма “торнадо”

тивності проекту та їх відхилення від розрахункового або середнього значення. Імітаційне моделювання базується на побудові математичної моделі формування показників ефективності проекту, встановленні меж можливих змін і форм кореляційних зв’язків окремих первинних (факторних) показників, які формують цю ефективність, та багаторазового комп’ютерного моделювання ймовірних сценаріїв зміни окремих первинних (факторних) показників з ціллю отримання адекватних їм значень можливого розподілу показників ефективності проекту;

5) планування реагування на ризики – процес розробки варіантів та дій з розширення можливостей та зниження загроз для цілей проекту. Цей процес передбачає можливість використання чотирьох типових стратегій реагування на ризики:

- ухилення – зміна плану управління проектом таким чином, щоб повністю виключити загрозу (певний ризик);

- передача – здійснення передачі негативного впливу загрози, а також відповідальність за реагування на третю сторону (ефективна при фінансових ризиках, наприклад, страхування ризиків);

– зниження передбачає зменшення ймовірності та впливу негативної ризикованої події до прийнятних рівнів (наприклад, вибір більш надійного постачальника);

– прийняття використовується, коли менеджери вирішили не змінювати план управління проектом для боротьби з ризиком або не здатні визначити іншу прийнятну стратегію реагування. Ця стратегія поділяється на активну та пасивну. Пасивне прийняття не передбачає жодних дій, крім документування стратегії. Активна стратегія – встановлення резерву на можливі втрати, включаючи певні обсяги часу, грошових коштів, ресурсів, які необхідні для усунення ризику;

б) моніторинг та управління ризиками – це процес застосування планів реагування на ризики, слідкування за виявленими ризиками, контролю за залишковими ризиками, ідентифікації нових ризиків та оцінки ефективності процесу регулювання ризиків протягом проекту.

§3. Ризики фінансового інвестування

Найбільш чітко *фінансовий ризик* визначив Дж. М. Кейнс як невизначеність отримання очікуваного доходу від вкладених коштів.

Найбільш повна і універсальна класифікація фінансових ризиків розроблена аудиторською компанією Coopers & Lybrand в 1996 р. і викладена в *Загальноприйнятих принципах управління ризиками (Generally Accepted Risk Principles – GARP)*. GARP виділяють 6 груп ризику (рис. 11.5):

1. Кредитний ризик:

– прямий кредитний ризик – можлива некредитоспроможність контрагента внаслідок припинення виконання зобов'язань щодо випущених боргових цінних паперів і позик;

– ризик кредитного еквівалента (ризик позабалансової діяльності) – можлива некредитоспроможність контрагента внаслідок припинення виконання зобов'язань по позабалансових документах;

– розрахунковий ризик (ризик операційних ускладнень при надходженні грошових коштів) – ризик збоїв у процесі виконання угоди.

2. Ринковий ризик:

– кореляційний ризик – невиконання закономірностей, що склалися, в кореляції між інструментами, продуктами, валютами та ризиками;

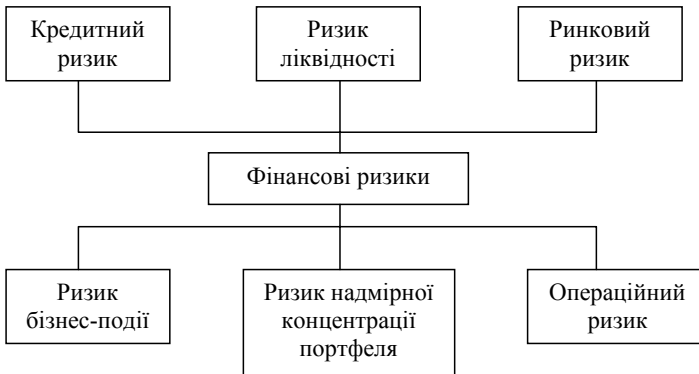


Рис. 11.5. Класифікація фінансових ризиків (згідно з GARP)

– ризик акцій – негативний ефект від змін на ринку цінних паперів, включаючи зміни в цінах на акцію, у волатильності ціни акції, в залежностях між цінами на різні акції, а також між ціною акції і ринковими індексами, зміни в дивідендних виплатах;

– відсотковий ризик – негативний ефект від руху відсоткових ставок, включаючи зміну у ставках відсотка, форми кривої дохідності, волатильності відсоткових ставок, залежностей і спредів між різними ставками та індикаторами, передчасне повернення основної суми боргу дебітором;

– валютний ризик – негативний ефект від зміни валютних курсів, їх волатильності, зміни величини доходів від операцій на зарубіжних ринках при конвертації в базову валюту;

– товарний ризик – негативний ефект від зміни товарних цін, залежностей між наявними і форвардними цінами на товари, волатильності товарних цін, залежностей чи спреду між цінами на різні товари;

– ризик зміни спреду між різними цінними паперами – негативний ефект від зміни спреду між цінними паперами різного кредитного рейтингу;

3. Ризик ліквідності:

– ризик ліквідності ринку – можливість нестачі ринкової ліквідності, що розуміється як можливість швидкої ліквідації (швидкого перетворення в гроші) позиції чи портфеля, а також обмежений доступ до залучення коштів;

– ризик розсудливої ліквідності – нездатність підтримання мінімальних співвідношень (коефіцієнтів) ліквідності.

4. Операційний ризик:

– ризик помилок під час виконання угод (транзакційний ризик) – помилки під час укладання та реєстрації угод, проведення розрахунків за ними, юридичного супроводу, поставки цінних паперів;

– ризик порушення системи контролю – порушення контролю в діяльності будь-якого підрозділу, у томі числі не ідентифіковане перевищення лімітів, несанкціоноване укладання угод, відмивання грошей, несанкціонований доступ до торговельної мережі, залежність від обмеженої кількості співробітників;

– ризик систем підтримки (інфраструктури) – помилки у застосуванні комп'ютерних програм, у процесі ринкової переоцінки інструментів, несвоєчасне інформування керівництва, нестача будь-якої інфраструктурної системи для обслуговування бізнес-процесу, порушення в мережах чи каналах зв'язку.

5. Ризик надмірної концентрації портфеля:

- за інструментами;
- за великими угодами;
- за галузями;
- за регіонами.

6. Ризик бізнес-події:

– ризик порушення валютної конвертації – неможливість конвертації валют як результат політичної / економічної політики;

– ризик зміни кредитних рейтингів – неможливість залучення фінансових ресурсів на ринку за прийнятною вартістю чи доступу на ринок;

– ризик втрати репутації – виникає внаслідок втрат у бізнесі, що негативно позначається на діяльності компанії в майбутньому;

– ризик зміни оподаткування – втрати в результаті зміни порядку оподаткування чи непередбачених податкових платежів;

– правовий ризик – виникає внаслідок зміни нормативної бази;

– ризик настання глобальних форс-мажорних обставин – втрати в результаті природних катастроф, війн тощо;

– ризик втрати прав діяльності (регуляторний ризик).

Важливим етапом ризик-менеджменту під час здійснення фінансових інвестицій є оцінка ризиків.

Основними показниками, що використовуються для вимірювання *ринкового ризику* інвестиційних активів, є такі:

- 1) волатильність;
- 2) бета-коефіцієнт;
- 3) вартісна оцінка ризику (VaR).

Волатильність показує зміну дохідності фінансового інструмента і відображає рівень коливань дохідності, тобто міру ризику. Високий рівень волатильності свідчить, що дохідність змінюється в широкому діапазоні. Низький рівень волатильності означає, що його дохідність змінюється несуттєво, тобто актив має менший ринковий ризик.

Переважно розраховується історична волатильність (historical volatility, HV), яка відображає минулі зміни ціни акції. Доволі часто історичну волатильність також називають фактичною або реалізованою волатильністю.

Найбільш поширеним видом історичної волатильності є статистична волатильність, яка розраховується як стандартне відхилення дохідності акції, розраховане для фіксованого часового інтервалу. Денна волатильність для n -денного періоду розраховується як відхилення n -денних дохідностей від їх середнього значення.

Статистична волатильність розраховується за такою формулою:

$$HV_{daily} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (x_t - \bar{X})^2},$$

де x_t – дохідність цінного папера в день t ;

\bar{X} – середньоденна дохідність.

Дохідність фінансового інструмента доцільно визначати так:

$$x_t = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}},$$

де P_t – ціна фінансового інструмента в поточний торговий день;

P_{t-1} – ціна фінансового інструмента в попередній торговий день.

Коефіцієнт бета (вперше запропонований в моделі У. Шарпа) вимірює чутливість дохідності фінансового активу до коливань ринкової дохідності:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2},$$

де σ_{im} – коваріація дохідності цінного папера і та ринкового портфеля;

σ_m – волатильність ринкового портфеля.

Розраховуючи бета-коефіцієнт, необхідні дані про динаміку доходності цінного папера та ринкового портфеля. Якщо „бета” для акції більше 0, то ринковий ризик придбання цих акцій зростатиме у випадку падіння фондового ринку, і навпаки, коли „бета” менше 0, то ринковий ризик зростатиме у випадку зростання фондового ринку.

Value at risk (VaR) – це така величина втрат, за якої втрати у вартості за певний період часу з заданою ймовірністю не перевищать цієї величини. Така методика розрахунку ринкового ризику була запропонована Базельським комітетом з банківського нагляду для оцінки ризиків потенційних збитків, які можуть виникнути у результаті несприятливої кон’юнктури ринку. Кількість установ, що використовують VaR, значно розширилась після розкриття способу розрахунку VaR на основі методики RiskMetrics банком JP Morgan у 1994 р.

Існує дві основні групи підходів для оцінки VaR:

1) перша група ґрунтується на локальному оцінюванні (local valuation), основним у ній є параметричний метод (або метод коваріацій), його модифікація реалізована в технології RiskMetrics;

2) друга група використовує повне оцінювання (full valuation), до неї належать метод історичних симуляцій та метод симуляцій Монте-Карло.

Найбільш поширеним є розрахунок VaR параметричним методом. На початковому етапі інвестиційному аналітику необхідно перевірити, чи доходності конкретної акції підпорядковуються нормальному закону розподілу (шляхом розрахунку ексцесу (kurtosis), який не має перевищувати 3 (наявність „важких” хвостів при перевищенні 3-х), та асиметрії (skewness), яка має наближатися до нуля). Надалі доцільно визначити довірчий і часовий інтервал. Найбільш поширеними є довірчі інтервали в 95%, 97,5%, 99%, а часові інтервали – 1 та 10 днів.

Формула розрахунку VaR є такою:

$$VaR = W \cdot \sigma \cdot K,$$

де W – сума вкладень в певний інструмент чи портфель;

σ – волатильність цінного папера чи портфеля;

K – квантиль, який для 95%-го довірчого інтервалу становить 1,65, для 97,5%-го – 1,96, для 99%-го – 2,33.

Квантиль показує положення значення випадкової величини, що шукається, відносно середнього значення, та виражена в кількості стандартних відхилень дохідності фінансового активу чи портфеля.

Основними методами оцінки кредитного ризику є такі:

1) оцінка фінансового стану позичальника (емітента боргових фінансових активів) з метою визначення спроможності сплачувати основну суму боргу та нараховані відсотки (купони);

2) аналіз кредитних рейтингів (Тема 2), в т.ч. на основі методики VaR (Creditmetrics). Розроблений банком J.P. Morgan системний комплекс CreditMetrics (розкрито в квітні 1997 р.) був першим підходом до оцінки кредитного ризику портфеля за принципом “знизу нагору” на основі показника VaR. Факторами ризику в цьому комплексі є зміни кредитного рейтингу облігацій, що впливають на їхню ринкову вартість.

При оцінці ризику ліквідності інвестиційних активів використовується стандартний підхід (розроблений Комітетом з глобальної фінансової системи в 1999 р.) дослідження ліквідності ринку за такими критеріями:

1) в’язкість (tighness) показує, як далеко відхиляється ціна реальної угоди від середньої ринкової ціни. Засобом виміру в’язкості ринку є ціновий спред.

Відповідно до вітчизняних нормативно-правових активів у за-
явках учасників можна розрахувати такі види спредів за цінним па-
пером (рис. 11.6):

– вертикальний спред – різниця між максимальною та міні-
мальною ціною, яка міститься в пропозиціях на продаж, або між
максимальною та мінімальною ціною, яка міститься в пропозиціях
на купівлю цінних паперів;

– горизонтальний спред – різниця між максимальною ціною,
яка міститься в пропозиціях на продаж, та мінімальною ціною, яка
міститься в пропозиціях на купівлю цінних паперів.

Чим менший спред за певним цінним папером, тим вища його
ліквідність.

2) глибина (depth) ринку показує активність його учасників,
обсяг торгів (у грошовому еквіваленті), оборот (у кількості цінних
паперів). Чим більша глибина ринку за певним цінним папером, тим
вища його ліквідність.

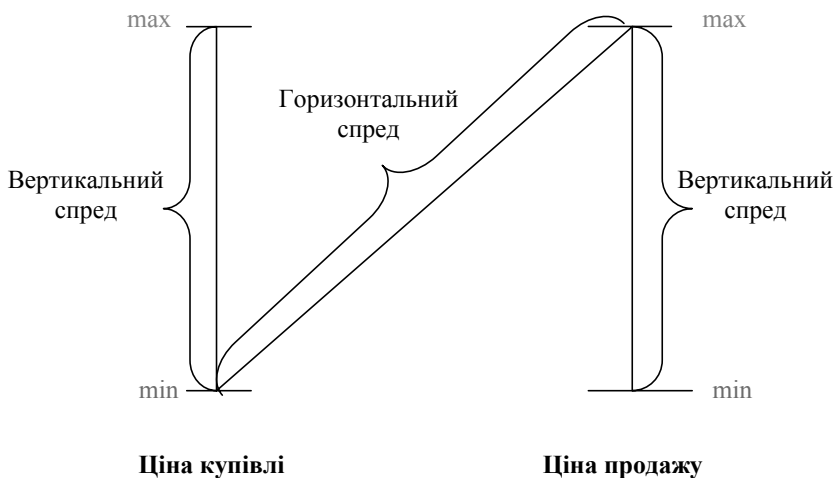


Рис. 11.6. Види спредів за цінними паперами

3) здатність до відновлення (resiliency) ринку характеризується часом, за який зникає коливання ціни, викликане укладанням угоди, або усувається дисбаланс між попитом і пропозицією.

Основними заходами щодо зменшення ризиків фінансових інвестицій є такі:

1) диверсифікація – розподіл вкладень у цінні папери різної якості та різних термінів погашення, щоб досягти усереднення ринкового (систематичного) ризику та зменшити (мінімізувати) індивідуальний (несистематичний) ризик;

2) страхування – захист фінансових інтересів інвесторів у разі настання певних подій (страхових випадків), визначених договором страхування, за рахунок грошових фондів, що формуються шляхом сплати інвесторами страхових платежів та доходів від розміщення коштів цих фондів.

3) хеджування з допомогою деривативів – полягає в нівелюванні ризику, пов'язаного з володінням (чи наміром володіти) цінним папером чи іншим базовим активом (товаром) шляхом укладання протилежної угоди з деривативом, який тісно або повністю

від'ємно корелює (різноправлений рух ціни) з базовим активом. В інвестиційній практиці виділяють два види хеджу:

- “довгий” хедж призначений для захисту проти зростання ціни при майбутній купівлі. При цьому виді хеджу інвестор-хеджер купує похідний фінансовий інструмент (рис. 11.7);
- “короткий” хедж використовується інвестором для захисту від падіння майбутньої ринкової ціни інвестиційного активу, який є базовим у похідному фінансовому інструменті.

4) розподіл ризиків – використовується під час фінансування проектів з частковим регресом на позичальника при створенні інвестиційного консорціуму, коли суб'єкти інвестування розподіляють між собою ризик пропорційно вкладу до проекту;

5) резервування – передбачає використання процедур формування резервів щодо можливих втрат за інвестиційними операціями. Наприклад, в Україні згідно з положенням НБУ “Про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями” (№ 23 від 25.01.2012 р.) банки повинні формувати резерви за інвестиціями у цінні папери у сумі перевищення їх балансової вартості над їх справедливою вартістю, а саме ринковими котируваннями або за їх відсутності – теперішньою вартістю оцінених майбутніх грошових потоків за цінним папером, визначеною банком відповідно до вимог НБУ.

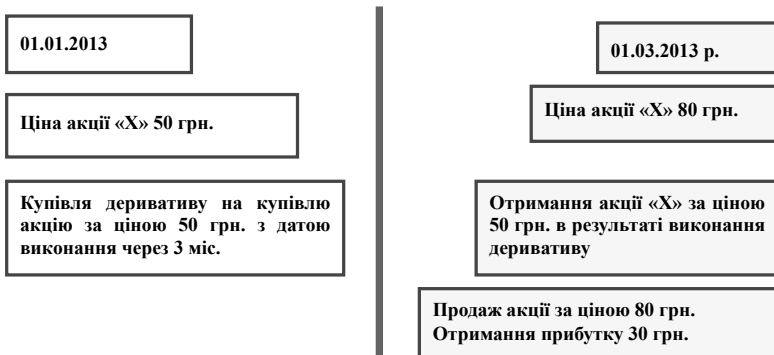


Рис. 11.7. Механізм дій “довгого” хеджу

б) лімітування – інвестор обмежує розміри вкладень при капіталізації інвестицій, перешкоджаючи цим створенню зайвих запасів матеріалів, конструкцій, обладнання. Фінансування здійснюється траншами, тобто ризику підлягають окремі грошові потоки, а не весь обсяг інвестицій. При фінансових інвестиціях – це обмеження на розмір вкладень у певний цінний папір, в певного емітента, галузь економічної діяльності тощо. Крім того, механізм лімітування використовується, коли виставляються заявки купівлі-продажу цінних паперів, а саме: “тейк-профіт” і “стоп-ліміт”.

“Стоп-ліміт” – стоп-заявка, яка під час виконання породжує лімітовану (трейдер вказує в заявці, за якою ціною він хоче купити або продати цінні папери) заявку. Застосовується для обмеження збитків при зміні цін угод у сторону, протилежну до очікуваної. Наприклад, користувач виставив стоп-заявку за акціями “Азовсталі” для обмеження потенційних збитків (рис. 11.8).

Встановлено стоп-ліміт на рівні 0,740 грн. за акцію, тобто, якщо на ринку буде укладено угоду з акціями “Азовсталі” за ціною 0,740 грн., то активується лімітована заявка користувача на продаж 1000 акцій “Азовсталі” за ціною 0,739 грн. за акцію. Виставляючи ціну лімітованої заявки, слід враховувати “ефект прослизання”, тобто за швид-

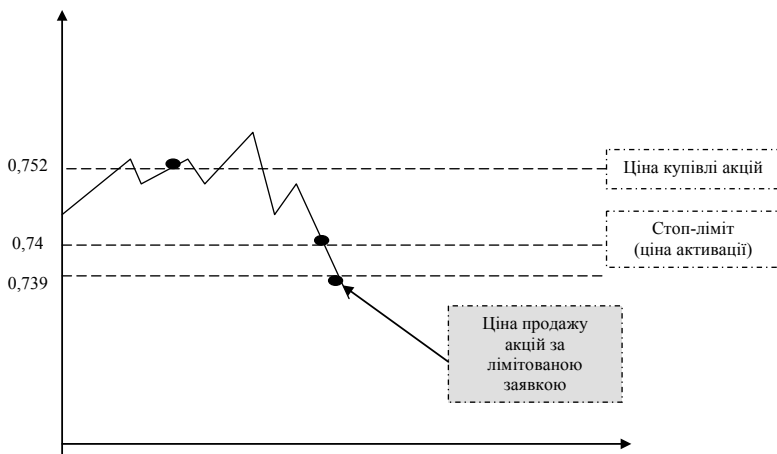


Рис. 11.8. Механізм дії заявки “стоп-ліміт”

кого падіння ціни акцій може виникнути ситуація, що на ринку може не бути заявок на купівлю акцій за ціною 0,739 грн., а купуватимуть відразу, наприклад, за ціною 0,738 грн. і заявка користувача не буде виконана. У такому разі для уникнення “ефекту прослизання” доцільно встановлювати ринкову заявку. Тоді, досягнувши стоп-ліміту, заявка користувача в будь-якому разі буде виконана за ринковою ціною.

“*Тейк-профіт*” – це заявка з умовою “виконати при погіршенні ціни на задану величину від досягнутого максимуму (на продаж) або мінімуму (на купівлю)”. Заявка діє так (для заявки на продаж): після досягнення ціною останньої угоди умови стоп-ціни починається визначення максимуму ціни останньої угоди. Якщо ціна останньої угоди зменшується від максимуму на величину, що перевищує встановлений “відступ”, то активується лімітована заявка з ціною, меншою ціни останньої угоди на величину “захисного спреду”. Особливими параметрами заявки тейк-профіт є такі:

- “тейк-профіт” – встановлення ціни акції, після досягнення якої розпочнеться перевірка умов тейк-профіта. Починаючи з цього моменту, буде перевірятися умова максимуму/мінімуму, і коливання ціни на менших рівнях не призведуть до передчасного виконання умовної заявки;
- “відступ від max” – встановлює значення відступу від максимуму (на продаж) або мінімуму (на купівлю) ціни останньої угоди, після досягнення якого буде активізована лімітована заявка. Значення відступу може встановлюватися як у вигляді відхилення ціни, так і у відсотках;
- “захисний спред” – визначає додаткове відхилення ціни заявки від ціни останньої угоди, яка активує заявку. Захисний спред призначений для того, щоб встановити ціну лімітованої заявки.

Цей вид умовних заявок використовується для закриття позицій з максимальним прибутком (рис. 11.9).

Згідно рис. 11.9 трейдер купив акції “Азовсталі” за 0,79 грн. за акцію. Умова тейк-профіт щодо фіксації максимумів була активована при досягненні акціями ціни 0,812 грн. Коли максимум ціни за акцію становить 0,815 грн., розпочалося падіння ціни, яке досягло 0,814 грн. (відступ від max = $0,815 - 0,01 = 0,814$) і за цієї ціни була

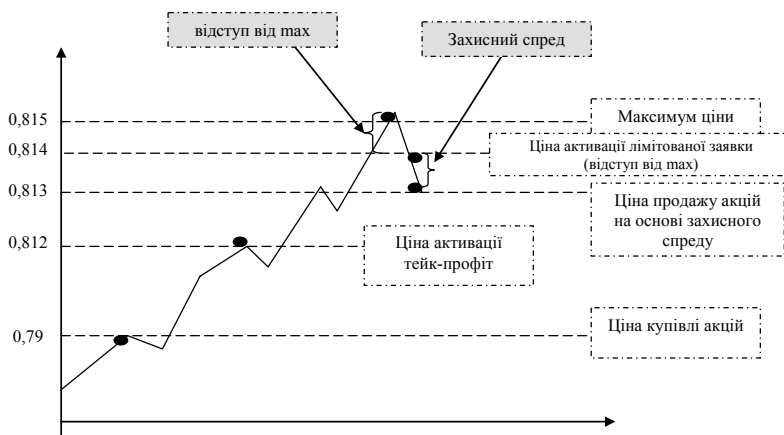


Рис. 11.9. Механізм дії заявки “тейк-профіт”

активована лімітована заявка, яка була виконана за ціною 0,813 грн. після досягнення захисного спреда ($0,814 - 0,01 = 0,813$).

Для нівелювання цінових ризиків вкладень у цінні папери трейдерам доцільно, укладаючи угоду з цінними паперами, виставляти стоп-заявку “Стоп ліміт і тейк-профіт”, яка дозволяє зафіксувати максимальний прибуток з одночасним обмеженням величини збитків.

Визначаючи стоп-ліміти, можна використовувати такі практичні правила:

- 1) при купівлі акцій рівень стоп-ліміту = ціна купівлі $- 2 \times ATR$;
- 2) при продажу акцій рівень стоп-ліміту = ціна купівлі $+ 2 \times ATR$.

ATR (Average True Range, Середній дійсний діапазон) – це осцилятор, який визначає ступінь волатильності ринку:

$$ATR = \text{Moving Average } (TR_j, n),$$

де TR_j = максимальному з модулів трьох значень:

$$|High - Low|, |High - Close_{j-1}|, |Low - Close_{j-1}|.$$

Індикатор розраховується на основі таких величин: різниця між попередньою ціною закриття (*Close*) і поточним мінімумом (*Low*); різниця між попередньою ціною закриття і поточним максимумом (*High*); різниця між поточним максимумом і мінімумом.

Контрольні питання

1. Які існують підходи до визначення інвестиційного ризику?
2. До яких наслідків можуть призвести інвестиційні ризики?
3. Які особливості прояву інвестиційних ризиків?
4. Як класифікуються ризики в залежності від їх специфічних ознак?
5. Які основні чинники впливають на ступінь ризику?

Дослідницькі завдання

1. Інвестиційні ризики, методи їх оцінки.
2. Методи та прийоми інвестиційного аналізу.
3. Оцінки економічної ефективності інвестицій, їх характеристика та використання.
4. Проектні ризики і їх основні види.
5. Основні наслідки інвестиційних ризиків.
6. Методи визначення інвестиційних ризиків як інструмент управління.
7. Характеристика основних особливостей інвестиційних ризиків.

Ключові поняття

Основні особливості інвестиційного ризику. Загальна характеристика ризиків за відповідною класифікацією. Можливі наслідки наслідків інвестиційних ризиків. Систематичний та несистематичний ризики: суть та характеристика їх видів. Ступінь ризику: визначення, розрахунок та фактори впливу на нього. Методи визначення інвестиційних ризиків як інструмент управління. Алгоритм дій з управління ризиками. Заходи із нейтралізації інвестиційних ризиків.

Рекомендована література

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. – 2-е изд. перераб. и доп. – К.: Эльга, Наука-центр, 2004. – 656 с.
2. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: - 1948. – 253 с.
3. Шарп У.Ф., Дж. Александер, Джеффри В. Бэйхми. Инвестиции. Учебник. – М.: Инфра М, 2001. – 1035 с.
4. Майорова, Т.В. Інвестиційна діяльність: підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / [Т. В. Майорова]; – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472 с
5. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль / Пер. с англ. – М.: Дело, 2003. – 360 с.
6. Моргенштерн О. Теория игр и экономическое поведение / О. Моргенштерн, Дж. Фон Нейман. – М.: Книга по Требованию, 2012. – 708 с.

7. *Енциклопедія фінансового ризик-менеджмента / Под ред. А.А.Лобанова. А.В.Чугунова. – М.: Изд-во «Альпина», 2003. – 785 с.*
8. *Ризик-менеджмент інвестиційного проекту: учебник для студентів вузів, навчаючихся по економічним спеціальностям / под. ред. М.В.Грачевой, А.Б.Секерина. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 544 с.*
9. *Барановський О.І. Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання: монографія / О.І.Барановський. – К.:Київ. нац. торг.-економ. у-т, 2009. – 754 с.*
10. *Барановський О.І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення): монографія / О.І.Барановський. – К. – Київ. Нац. торг.-економ. У-т, 2004. – 759 с.*

Нормативно-правові акти

1. *Закон України «Про інвестиційну діяльність» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.*
2. *Положення НБУ «Про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними операціями банків» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nbu.gov.ua>.*

Інтернет-ресурси

Project Management Institute	http://www.pmi.org
United Nations Industrial Development Organization	http://www.unido.org
Global Association of Risk Professionals	http://www.garp.org

РОЗДІЛ XII РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

1. Державна інвестиційна політика.
2. Інвестиційний клімат держави.

§ 1. Державна інвестиційна політика

Сучасна економічна наука використовує широкий спектр підходів для дослідження управлінських процесів, що забезпечують функціонування інвестиційної складової економічної системи. Використання системного підходу, який виступає як конкретизація принципів діалектики, дозволяє проектувати та конструювати об'єкти як складні відкриті системи, до складу яких входять підсистеми та елементи. Система володіє визначеними властивостями, зокрема цілісністю, впорядкованістю, мінливістю, стабільністю, рухливістю тощо. Згідно з теорією Л. фон Берталанфі “про спеціальне наукове дослідження різних типів систем, закономірностей їх існування, функціонування та розвитку”, можна виділити шість основних структурних елементів “інвестиційної політики”:

- сутність – система державних заходів непрямого (ринкового) та прямого (адміністративного) впливу на поведінку суб'єктів господарювання;
- параметри – система національних рахунків;
- суб'єкти – держава та її інститути, недержавні суб'єкти;
- цілі – стабільність, економічне зростання;
- механізми – фінансова політика;
- напрями – кон'юнктура, структурна, регіональна, соціальна тощо.

Інвестиційна політика – це багаторівнева система виробничо-господарських рішень, що реалізуються та визначають обсяг, структуру та напрямки капітальних вкладень, які забезпечують зростання та оновлення основних засобів.

У сучасних умовах ця політика є складною системою, що складається із взаємопов'язаних підсистем (рис. 12.1).

Суттєво відрізняється інвестиційна політика державних, муніципальних, інституціональних (пенсійні, страхові, інвестиційні, екологічні, благодійні та інші фонди), корпоративних організацій та інди-



Рис. 12.1. Типологія підсистем (елементів) інвестиційної політики

відуальних приватних інвесторів. Деякі з них інвестують переважно фінансові ресурси в розрахунок на отримання прибутку, інші вкладають негрошові матеріальні та нематеріальні активи з метою досягнення переважно негрошового економічного або інших видів ефекту.

Інвестиційна політика, спрямована на досягнення стратегічного (довготермінового) комерційного або некомерційного ефекту, значно відрізняється від політики портфельних інвесторів, переважно короткотерміновістю та спекулятивністю, і не передбачає управління реальним виробництвом та його оновленням.

Об'єктом інвестування слугує виробництво реальної продукції (комерційні фірми), фінансовий ринок, некомерційні організації або інфраструктура, що надає не лише ринкові, а й пільгові, а також безкоштовні суспільні послуги. Відповідно, вкладення здійснюються у формі матеріальних, реальних нематеріальних активів або фінансових ресурсів (гроші та цінні папери). При цьому досягається переважно економічний (прямий або зовнішній) соціальний, екологічний або інформаційний (створення нових знань, що не мають вартісної оцінки) ефект.

Формування ефективної державної інвестиційної політики насамперед залежить від правильного визначення її суті.

В сучасній економічній літературі не існує єдиного погляду на державну інвестиційну політику. Так, наприклад, І. В. Сергєєв розуміє під інвестиційною політикою комплекс цілеспрямованих заходів, які проводить держава щодо створення сприятливих умов для всіх суб'єктів господарювання з метою поживлення інвестиційної діяльності, підйому економіки, підвищення ефективності виробництва та вирішення соціальних проблем. С. М. Чистов визначає інвестиційну політику як комплекс правових, адміністративних та економічних методів держави, спрямованих на розширення та активізацію інвестиційних процесів. Перше визначення має надто загальну форму; інше зводить інвестиційну політику держави лише до її заходів.

Державна інвестиційна політика розглядає діяльність держави щодо визначення мети, основних завдань і пріоритетних напрямів розвитку інвестиційного процесу в країні та комплекс заходів, спрямованих на реалізацію поставлених завдань.

Завдання, передбачені державною інвестиційною політикою, мають спиратися на комплекс заходів, які здатні забезпечити їх вирішення. Заходи це способи застосування відповідних інструментів, за допомогою яких держава спрямовує поведінку економічних агентів на вирішення завдань щодо інвестиційного розвитку. Тому ефективність спрямованих заходів залежить від того, якою мірою вони здатні корелювати із завданнями, передбаченими інвестиційною політикою держави. Завдання інвестиційної політики зображено на рис. 12.2.

Головним завданням державної інвестиційної політики є формування сприятливого середовища, що сприяє залученню та підвищенню ефективності використання інвестиційних ресурсів у розвитку економіки та соціальної сфери.

Інвестиційна політика має орієнтуватись на:

– визначення цільових для кожного періоду часу обсягів інвестицій та їх структури:

- галузевої;
- відтворювальної;
- технологічної;
- територіальної та за формами власності;



Рис. 12.2. Завдання інвестиційної політики

- вибір пріоритетів;
- підвищення ефективності інвестицій.

Це тлумачення визначає усі складові інвестиційної політики, проте можна дати і ширше трактування.

Інвестиційна політика держави – це комплекс взаємопов’язаних цілей та заходів щодо забезпечення необхідного рівня та структури капіталовкладень в економіку країни та окремі її сфери й галузі, підвищення інвестиційної активності усіх головних агентів відтворувальної діяльності: населення, підприємців та держави.

Інвестиційна політика держави є складовою економічної політики щодо забезпечення довготермінового розвитку економіки і становить систему заходів, спрямовану на формування централізованих та децентралізованих фондів фінансових ресурсів, у результаті цільового використання яких забезпечується ефективність процесів розширеного відтворення економіки.

Отже, державна інвестиційна політика є сукупністю макроекономічних підходів і рішень, що визначають напрямки інвестування, мобілізують засоби підприємств та створюють сприятливий інвестиційний клімат за допомогою податкових, амортизаційних пільг, методів грошово-кредитного регулювання, забезпечують інституційну визначеність в управлінні процесом залучення, планування та реалізації інвестицій.

З прийняттям Конституції України 1996 р. демократизація нашого суспільства дозволила виявити нове призначення держави в умовах свободи економічної діяльності і, відповідно, найбільш оптимальні форми та методи державного регулювання з урахуванням новизни для України цивілізованих ринкових відносин. Конституційно-правове закріплення функціонального обов’язку Уряду України проводити інвестиційну політику як самостійний напрям економічної політики, що набуло подальшого розвитку у ст. 10 Господарського кодексу, визначає одним з основних напрямів економічної політики, що визначається державою є інвестиційна політика, яка спрямована на створення суб’єктами господарювання необхідних умов для залучення і концентрації коштів на потреби розширеного відтворення основних засобів виробництва, переважно у галузях, розвиток яких визначено як пріоритети структурно-галузевої

політики, а також забезпечення ефективного і відповідального використання цих коштів та здійснення контролю за ним (рис. 12.3).

Цілями інвестиційної політики держави є такі:

- забезпечення структурної перебудови економіки;
- стимулювання підприємництва та приватних інвестицій;
- створення додаткових робочих місць;
- залучення інвестиційних ресурсів із різних джерел, у т. ч. іноземні інвестиції;



Рис. 12.3. Системний підхід при формуванні державної інвестиційної політики

- створення недержавних структур для акумулювання грошових заощаджень населення на інвестиційні цілі;
- створення правових умов та гарантій для розвитку іпотечного кредитування;
- розвиток лізингу в інвестиційній діяльності;
- підтримка малого та середнього підприємництва;
- удосконалення системи пільг та санкцій при здійсненні інвестиційного процесу;
- створення умов для становлення та розвитку венчурного підприємства.

Мета інвестиційної політики не є постійною, а може змінюватись залежно від умов економічного розвитку країни.

Сучасний етап розвитку України характеризується прагненням реалізувати амбітну мету – забезпечити стійке економічне зростання за рахунок системної технологічної модернізації та структурної перебудови економіки. Вирішення цього завдання передбачене Програмою економічних реформ на 2010–2014 рр. “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”. З-поміж основних напрямів реалізації програми визначено поліпшення умов залучення інвестицій, оскільки лише мобілізація внутрішнього інвестиційного ресурсу та широке залучення зовнішніх інвестицій можуть забезпечити здійснення модернізаційних перетворень.

В Україні загалом сформоване правове поле регулювання відносин у сфері інвестиційної діяльності. Воно є складним і охоплює велику кількість нормативних документів України, міжнародних правових актів, учасником яких є Україна. Проте говорити про цілісну і взаємоузгоджену систему інвестиційного законодавства ще передчасно, оскільки воно потребує подальшого вдосконалення.

Особливістю вітчизняного інвестиційного законодавства є те, що окремі аспекти в інвестиційній сфері регулюються також нормами господарського, податкового, валютного, банківського, фінансового, митного, цивільного й земельного законодавства, правовими актами про приватизацію, підприємництво, інноваційну діяльність, цінні папери та фондовий ринок, концесії тощо. Крім того, національне законодавство у сфері регулювання інвестиційної діяльності нестабільне, нормативно-правова база зазнає постійних змін.

Існує також низка суперечностей в інституційному забезпеченні інвестиційної діяльності. З одного боку, Міністерство економічного розвитку і торгівлі України є головним органом у системі центральних органів виконавчої влади з формування та забезпечення реалізації інвестиційної політики. Водночас Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами також визначене як головний орган у системі центральних органів виконавчої влади із забезпечення реалізації державної політики у сфері інвестиційної діяльності та управління національними проектами (стратегічно важливими проектами, що забезпечують технологічне оновлення та розвиток базових галузей реального сектору економіки України). Крім того, інші центральні органи виконавчої влади беруть участь у реалізації інвестиційної політики у відповідних сферах, місцеві органи влади – на відповідному рівні управління. Така ситуація породжує дублювання функцій та виникнення суперечностей між органами влади, що знижує ефективність інвестиційної політики.

У 2010–2012 рр. уже реалізовано і триває реалізація заходів щодо удосконалення інституційно-правового забезпечення інвестиційної діяльності, зокрема:

– у 2011 р. розпочалася реалізація інвестиційної реформи, що має бути основою масштабних економічних перетворень. Урядом схвалено Програму розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні до 2015 р., яка спрямована на створення системи залучення недержавних інвестицій для забезпечення розвитку державно-приватного партнерства; підвищення ефективності механізму надання державної підтримки реалізації інвестиційних та інноваційних проектів; забезпечення розвитку інноваційної та виробничої інфраструктури;

– у 2011 р. затверджено Програму розвитку внутрішнього виробництва, реалізація якої спрямована на створення високорентабельних високотехнологічних виробництв, здатних конкурувати на внутрішньому та зовнішньому ринку. Програмою передбачена реалізація 159 інвестиційно-інноваційних проектів загальною вартістю понад 349 млрд. грн. Зокрема, запланована реалізація 26 проектів зі створення виробництв сучасних транспортних засобів для комунального та сільськогосподарства, спецтехніки, енергозберігаючого обладнання; 49 проектів щодо розвитку паливно-енергетичного комплексу;

– внесено зміни до Закону України “Про інвестиційну діяльність”, що регламентують реалізацію інвестиційних проєктів; коригують напрями, способи та заходи державної підтримки і стимулювання інвестиційної діяльності; запроваджують ведення державного реєстру інвестиційних проєктів, що потребують державної підтримки, та проведення оцінки їхньої економічної ефективності;

– у 2010 р. ухвалений і з 2012 р. набув чинності Закон України “Про підготовку та реалізацію інвестиційних проєктів за принципом “єдиного вікна”, спрямований на створення спрощених і прозорих механізмів організаційного супроводу підготовки та реалізації інвестиційних проєктів, забезпечення рівності прав учасників інвестиційного процесу;

– суттєво розвинена законодавчо-нормативна база для основних форм державно-приватного партнерства та розширення його застосування під час реалізації інвестиційних проєктів. У 2010 р. ухвалено Закон України “Про державно-приватне партнерство”, після нього – низку нормативних документів щодо методик і процедур, пов’язаних із практичною реалізацією державно-приватного партнерства (ДПП). Розпочалася практична робота щодо запровадження проєктів ДПП в окремих сферах економіки: житлово-комунальному господарстві, вугільній промисловості, сфері транспорту;

– у 2012 р. ухвалено Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, який набуде чинності з початку 2014 р. і спрямований на забезпечення залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів, визначає правові та організаційні основи створення й діяльності суб’єктів спільного інвестування;

– у 2012 р. ухвалено Закон України “Про індустріальні парки”, який визначає правові та організаційні засади створення і функціонування індустріальних парків на території України для забезпечення економічного розвитку та підвищення конкурентоспроможності територій, активізації інвестиційної діяльності, розвитку сучасної виробничої та ринкової інфраструктури. Як пілотний проєкт затверджено Державну цільову програму розвитку індустріального (промислового) парку “Свема” у м. Шостці Сумської області на 2012–2015 рр.;

– шляхом реорганізації центральних органів виконавчої влади створено Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України, яке забезпечує реалізацію державної політики у сфері інвестиційної діяльності, державно-приватного партнерства та управління національними проектами. Агентством виконана значна робота із запровадження “єдиного вікна” для супроводження інвестиційних проєктів, формування бази інвестиційних проєктів у межах національних проєктів, забезпечення розроблення відповідної техніко-економічної документації;

– створено Раду вітчизняних та іноземних інвесторів як консультативно-дорадчий орган при Президентові України. Завданнями діяльності Ради є сприяння підвищенню інвестиційного потенціалу та привабливості української економіки, встановлення безпосереднього конструктивного діалогу між владою та бізнесом, вироблення пропозицій щодо стимулювання інвестиційної діяльності в Україні з урахуванням передового вітчизняного та іноземного досвіду;

– зроблено важливі кроки для поліпшення умов ведення бізнесу в Україні завдяки удосконаленню регуляторного середовища з метою зменшення втручання держави у діяльність бізнесу, спрощення та вдосконалення існуючих процедур регулювання. Зокрема, значно скорочено перелік ліцензованих видів діяльності, зменшено кількість контролюючих органів, визначено вичерпний перелік документів дозвільного характеру тощо;

– створено 27 регіональних центрів з інвестицій та розвитку, координатором яких є Міжрегіональний центр з інвестицій та розвитку. Метою діяльності центрів є організація взаємодії підприємств та органів державної влади щодо інвестиційної діяльності, надання суб’єктам інвестиційної діяльності послуг, пов’язаних з підготовкою та реалізацією інвестиційного проєкту за принципом “єдиного вікна”;

– у 2010 р. утворене Державне підприємство “Державна інвестиційна компанія”, що входить до сфери управління Державного агентства з інвестицій та управління національними проектами і має запроваджувати інвестиційну діяльність, пов’язану з відтворенням основних засобів виробництва, капіталізацією активів держави, державною підтримкою інноваційних та інвестиційних проєктів державного та міжрегіонального значення;

– у 2011 р. утворено Державну небанківську фінансово-кредитну установу “Фонд підтримки малого інноваційного бізнесу”, метою діяльності якого є надання державної підтримки для запровадження вітчизняних високотехнологічних наукових, науково-технічних розробок і винаходів у виробництво, надання підприємствам фінансової підтримки для реалізації інноваційних проектів.

Чимало зроблено для просування національних проектів, які мають стати локомотивами економічного зростання в державі. Зокрема, на 1 липня 2012 р. здійснено заходи за такими проектами:

– національний проект “LNG–термінал”, що передбачає будівництво морського терміналу з прийому скрапленого природного газу, – розроблено техніко-економічне обґрунтування (ТЕО) проекту, ведеться пошук інвесторів;

– національний проект “Повітряний експрес”, що передбачає залізничне пасажирське сполучення між м. Києвом та міжнародним аеропортом “Бориспіль” і будівництво інших інфраструктурних об’єктів Київського регіону, – визначено переможця конкурсних торгів на розробку ТЕО;

– національний проект “Відкритий світ”, що передбачає створення інформаційно-комунікаційної (4G) освітньої мережі національного рівня, – завершено пілот-проект у 704 школах України;

– національний проект “Енергія природи”, що передбачає будівництво комплексу вітрових, сонячних і малих гідроелектростанцій, виробництво твердого альтернативного палива, – розроблено попереднє ТЕО проекту “Енергія біомаси”, ведеться пошук інвесторів для будівництва вітроелектростанцій;

– національний проект “Чисте місто”, що передбачає будівництво сучасних комплексів з переробки твердих побутових відходів, – розроблено попереднє ТЕО проекту та низку законопроектів для забезпечення реалізації проекту;

– національний проект “Олімпійська надія – 2022”, що передбачає створення спортивно-туристичної інфраструктури, – розроблено попереднє ТЕО проекту;

– національний проект “Нове життя”, що передбачає створення сучасних перинатальних центрів у регіонах, – уже відкрито п’ять таких

центрів (у Кіровограді, Києві, Харкові, Донецьку, Дніпропетровську), тривають роботи зі створення ще трьох центрів (Одеського, Тернопільського та республіканського перинатального центру в АР Крим);

– національний проект “Якісна вода”, що передбачає встановлення близько 700 пунктів очистки води, – розроблено попереднє ТЕО проекту, триває робота з метою реалізації проекту в перших трьох пілотних містах: Луганську, Маріуполі та Одесі.

Усі національні проекти України відкриті для іноземних інвесторів. Протягом двох останніх років на державному рівні вжито заходи для популяризації національних проектів у 25 світових фінансово-інвестиційних центрах.

За період з 2010 р. в Україні була здійснена значна кількість заходів із удосконалення інституційного та нормативно-правового забезпечення інвестиційної діяльності, унормовано багато проблемних питань. Розпочалося практичне запровадження механізмів стимулювання інвестиційної діяльності. Водночас ці дії часто характеризуються взаємною неузгодженістю, дублюванням, орієнтацією переважно на державне ресурсне забезпечення. За неефективності діючих механізмів підтримки інвестиційної діяльності паралельно запроваджуються нові, причому без належного обґрунтування. Отож нівелюється спрямованість державної інвестиційної політики на забезпечення модернізації реального сектору економіки, підтримку та розширення високотехнологічних виробництв, інновацій.

Успішне здійснення модернізації української економіки потребує проведення послідовної системної державної політики, спрямованої на радикальне збільшення обсягу інвестицій та його спрямування насамперед на технологічне оновлення існуючих виробничих потужностей і створення нових виробництв. В умовах дефіциту інвестиційних ресурсів у реальному секторі національної економіки, обмежених можливостей державного інвестування та наявності низки ризиків для продовження висхідних тенденцій інвестиційної діяльності державі необхідно задіяти широкий арсенал механізмів та інструментів, спрямованих на стимулювання інвестиційної діяльності корпоративного сектору економіки, залучення внутрішніх і зовнішніх інвестиційних ресурсів та створення ефективної системи управління інвестиційними процесами.

На найближчий період доцільно зосередитися на декількох пріоритетних напрямках інвестиційної політики, що здатні вплинути на збільшення обсягів інвестиційних ресурсів та підвищення ефективності їх використання. Серед цих напрямів такі:

- удосконалення механізмів та інструментів державної політики, спрямованих на розширення інвестиційного потенціалу та активізацію інвестиційної діяльності підприємств;

- суттєве підвищення ефективності державного інвестування на основі чіткого визначення вичерпного переліку інвестиційних пріоритетів для уникнення розпорошення інвестиційних ресурсів, а також широкого запровадження реалізації проектів на засадах державно-приватного партнерства;

- поліпшення інвестиційного клімату у спосіб удосконалення загального (податкового, земельного, корпоративного, митного) та спеціального інвестиційного законодавства, підвищення рівня захисту інтересів приватних інвесторів, посилення заходів боротьби з корупцією у сфері інвестиційної діяльності.

§ 2. Інвестиційний клімат держави

На світовому ринку капіталів відбувається жорстка конкурентна боротьба за залучення інвестицій, а забезпечення їх достатнього та якісного надходження є одним із головних завдань будь-якої держави. Одним із важливих умов для залучення інвестицій та економічного зростання держави є створення сприятливого інвестиційного клімату. У своїй роботі Г. П. Подшиваленко зазначає, що “Одним із найбільш загальних критеріїв прийняття рішення про інвестування є оцінка інвестиційного клімату на макрорівні та інвестиційної привабливості об’єкта інвестування”.

Багато як українських, так і зарубіжних вчених займались дослідженням “інвестиційного клімату” та “інвестиційної привабливості”, однак у наукових працях немає єдиного визначення цих категорій, а деякі автори використовують ці поняття як синоніми (табл. 12.1).

Інвестиційний клімат формується на загальнодержавному рівні, а тому це поняття включає сукупність політичних, соціально-

Таблиця 12.1

Поняття “інвестиційний клімат” у працях українських економістів

Автор / колектив акторів	Трактування поняття “інвестиційний клімат”
А. Загородній, Г Вознюк та ін.	Інвестиційний клімат – сукупність політичних, соціальних та економічних чинників, які бере до уваги чужоземний інвестор, приймаючи рішення про здійснення інвестицій.
С.Мочерний та ін.	Інвестиційний клімат – сукупність об’єктивних та суб’єктивних умов, які сприяють (гальмують) процесу інвестування народного господарства (на макрорівні) та окремих підприємств, компаній, галузей (на мікрорівні).
М. Жук	Інвестиційний клімат – сукупність соціально-економічних, суспільно-політичних, природних, екологічних та інших умов, які безпосередньо визначають масштаби, обсяги і темпи залучення інвестицій.
І. Сазонець, В Федорова	Інвестиційний клімат – це наявність таких умов інвестування, що впливають на переваги інвестора у виборі певного об’єкта інвестування. На макрорівні це поняття містить показники політичного (в т.ч. законодавство), економічного та соціального середовища для інвестицій. На мікрорівні інвестиційний клімат виявляє себе через двосторонні відносини інвестора (приватної си юридичної особи) і конкретних державних органів, господарських суб’єктів-постачальників, клієнтів, банків, небанківських фінансових структур, а також профспілок і трудових колективів держави (регіону) – реципієнта інвестицій.
А. Сухорукова	Інвестиційний клімат – сукупність політичних, економічних, юридичних, соціальних та інших чинників, які визначають, у підсумку, ступінь ризику капіталовкладень і можливостей їх ефективного використання.
В. Градісов та ін.	Інвестиційний клімат – сукупність політичних, соціально-економічних, фінансових, соціокультурних, організаційно-правових і географічних чинників, наявних у певній країні, що залучають або відштовхують інвесторів.
І. Павленко та ін.	Інвестиційний клімат – сукупність правових, політичних, економічних і соціальних факторів, які формують привабливість держави для зарубіжних інвестицій (умовно суб’єктивні фактори). Це поняття розглядають у тісному взаємозв’язку із забезпеченістю країни ресурсами, необхідними для реалізації проектів (об’єктивні чинники).

культурних, фінансово-економічних та правових умов, що склались у будь-якій державі та визначають якість підприємницької інфраструктури, ефективність інвестування та ступінь можливих ризиків при вкладенні капіталу.

До основних чинників, що формують інвестиційний клімат держави, належать економічні, політично-правові, соціальні, статус іноземного інвестора, інвестиційна інфраструктура та географічне розташування, природно-ресурсний потенціал (табл. 12.2).

Таблиця 12.2

Чинники, що формують інвестиційний клімат країни

Чинники	Ознаки
Економічні	Стабільність національної грошової одиниці
	Купівельна спроможність населення
	Стан та структура виробництва
	Відносини власності у державі
	Стан ринку нерухомості
	Валовий внутрішній продукт
	Стан розвитку грошово-кредитної, фінансової, податкової систем
	Розмір безробіття та заробітної плати
Політично-правові	Політична ситуація
	Стабільна законодавчо-нормативна база з питань інвестиційної та підприємницької діяльності
	Правовий механізм гарантій і захисту інвестицій
	Відсутність бюрократичних бар'єрів, корупції
Статус іноземного інвестора, інвестиційна інфраструктура	Наявність вільних економічних та офшорних зон
	Інвестиційна політика Національного банку
	Банківські установи, аудиторські, страхові компанії, кредитні спілки, фондовий ринок
	Стан ринку інвестицій та інвестиційних товарів
Соціальні	Демографічна ситуація та стан робочої сили
	Злочинність
Географічне розташування, природно-ресурсний потенціал	Близькість до світових ринків, митних переходів
	Наявність розвинутих транспортних комунікацій
	Природні ресурси, частка чорноземів, забезпеченість лісами, водозабезпеченість

У багатьох дослідженнях з питань іноземного інвестування поняття інвестиційного клімату сприймається лише в контексті можливості залучення іноземного капіталу, тобто, до уваги беруться чинники залучення іноземних інвестицій і при цьому забувається про вплив на національну економіку загалом (розвиток економіки, нормальний хід відтворювального процесу, зростання конкурентоспроможності національної економіки, інтеграція у світову економічну систему). Лише окремі дослідники звертаються до цього питання. Слід акцентувати, що саме такий підхід є більш комплексним і доцільним. Іноземні інвестиції не будуть поступати в країну з паралізованою внутрішньою інвестиційною активністю. Ніякими привабливими законодавчими актами і податковими пільгами не

можна залучити приватний капітал, якщо бізнесовий клімат у країні несприятливий.

Історія порівняльних оцінок інвестиційного клімату країн світу налічує понад тридцять років. Одним з перших у цій сфері було дослідження Гарвардської школи бізнесу. В основі порівняння була експертна шкала, яка складалася з таких характеристик кожної країни: законодавчі умови для інвесторів, можливість вивозу капіталу, стійкість національної валюти, політична ситуація, рівень інфляції, можливість використання національного капіталу.

Традиційно проведення експертно-аналітичного оцінювання інвестиційного клімату пов'язане з виведенням інтегрального показника ризику та відповідним рангуванням країн (регіонів) шляхом визначення їх інвестиційного рейтингу через аналіз чинників їх політичного, економічного, соціально-культурного, інституціонального середовища (деталізація чинників, їх компонування, методи їх кількісної та якісної оцінки залежать від цілей і конкретних завдань тієї чи іншої інформаційно-аналітичної системи).

Основні елементи привабливості інвестиційного клімату країни можна визначити на підставі аналізу методології індикаторів доповідей *Doing Business* (публікуються Світовим банком з 2003 р.). У доповіді *Doing Business* щорічно публікується 8967 показників, для розрахунку яких використовується більше 52000 значень даних. Доповідь включає 10 індикаторів, які визначають інвестиційний клімат країни (рис. 12.4).

1) створення підприємств – кількість та вартість процедур; обсяг часу необхідний для реєстрації;

2) отримання дозволу на будівництво – кількість процедур, вартість, термін у днях;

3) підключення до системи енергозабезпечення – кількість процедур, вартість, термін у днях;

4) реєстрація прав власності – кількість процедур, вартість, термін у днях;

5) отримання кредитів – індекс юридичних прав вимірює, в якому ступені законодавство про заставне забезпечення та неспроможність (банкрутство) захищає права позичальників та кредиторів і сприяє кредитуванню; індекс кредитної інформації (оцінює пра-

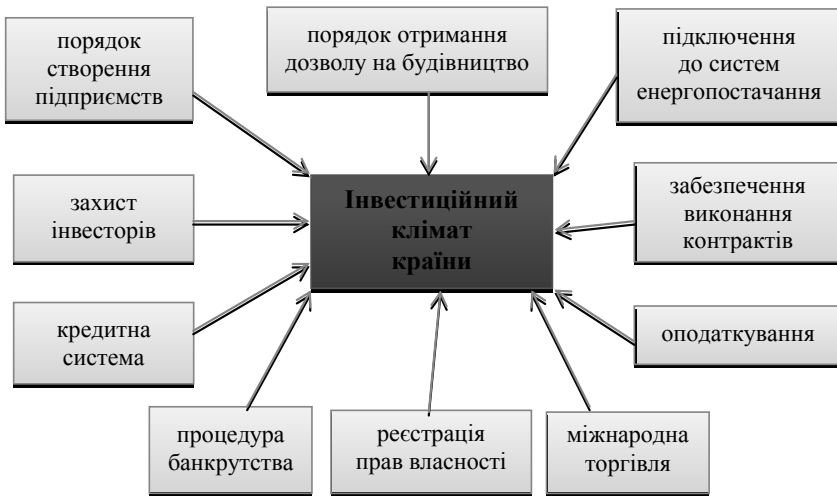


Рис. 12.4 Індикатори рівня сприятливості інвестиційного клімату країни (на основі даних Doing Business)

вила та практику щодо охоплення, обсягу і доступності кредитної інформації, яку можна отримати або через державний кредитний реєстр, або через приватне бюро кредитної інформації); кількість чоловік, які знаходяться на обліку в державному реєстрі, у %; кількість чоловік, які знаходяться на обліку в приватних бюро, у %);

6) захист інвесторів – індекс відкритості (прозорість угод між пов'язаними особами), індекс відповідальності директора (за проведення операцій у своїх інтересах), індекс можливості подання позову акціонерами, індекс захисту інтересів інвесторів (середнє значення сукупності попередніх трьох індексів щодо захисту інвесторів);

7) оподаткування – кількість податкових виплат (відображає загальну кількість сплачених податків та зборів, метод сплати, частоту сплати, частоту подання звітності і кількість відомств, задіяних у процесі), час (годин на рік, витрачених на підготовку, подання звітності та сплату трьох основних податків – податку на прибуток підприємств, податку на робочу силу (заробітну плату тощо), ПДВ), податок на прибуток (% від прибутку), податок та виплати на заробітну плату, інші податки, загальна податкова ставка (% від прибутку);

8) міжнародна торгівля – кількість документів для експорту, час на експорт (у днях), вартість експорту, кількість документів для імпорту, час на імпорт (у днях), вартість імпорту;

9) забезпечення виконання контрактів – термін (дні), розмір судових витрат, кількість процедур;

10) вирішення неплатоспроможності (процедура банкрутства) – час (у роках), вартість, коефіцієнт стягнення (центів повернутих коштів на долар кредитних коштів).

За підсумками рейтингу Світового банку “Doing Business-2014” Україна піднялася на 28 позицій порівняно з “Doing Business-2013” та посідає 112 місце.

Україну визнано країною, що досягла найкращих результатів щодо покращення регуляторного середовища серед усіх країн світу у 2012/2013 році.

Для подальшого покращення місця України у рейтингу “Ведення бізнесу-2014” актуальним на сьогодні є питання удосконалення правової та організаційної бази для підвищення дієздатності механізмів забезпечення сприятливого інвестиційного клімату й формування основи збереження та підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки.

Позитивні кроки у цьому напрямі вже здійснено:

1. На сьогодні в Україні створене правове поле для інвестування та розвитку державно-приватного партнерства. Законодавство України визначає гарантії діяльності для інвесторів, економічні та організаційні засади реалізації державно-приватного партнерства в Україні.

2. На території України до іноземних інвесторів застосовується національний режим інвестиційної діяльності, тобто надано рівні умови діяльності з вітчизняними інвесторами. Іноземні інвестиції в Україні не підлягають націоналізації.

3. У разі припинення інвестиційної діяльності іноземному інвестору гарантується повернення його інвестиції в натуральній формі або у валюті інвестування без сплати мита, а також доходів від інвестицій у грошовій або товарній формі.

4. Для підвищення захисту іноземних інвестицій Законом України від 16.03 2000 р. № 1547 ратифікована Вашингтонська Кон-

венція 1965 року про порядок вирішення інвестиційних спорів між державними та іноземними особами.

Вирішенню проблемних питань інвесторів мають сприяти комісії із сприяння досудовому врегулюванню спорів з інвесторами, які можуть створюватися органами виконавчої влади та органами місцевого самоврядування як тимчасові консультативно-дорадчі органи з метою сприяння досудовому врегулюванню спорів між інвестором і органом виконавчої влади (місцевого самоврядування), відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 26.11.2008 р. № 1024 “Про заходи щодо вдосконалення роботи органів виконавчої влади з інвесторами”.

5. Підписано та ратифіковано Верховною Радою України міжурядові угоди про сприяння та взаємний захист інвестицій з більше ніж 70 країнами світу.

6. З метою сприяння залученню й ефективному використанню вітчизняних та іноземних інвестицій для забезпечення розвитку економіки України, прискорення її інтеграції в європейську і світову економічні системи, забезпечення права приватної власності і права на підприємницьку діяльність утворено Раду вітчизняних та іноземних інвесторів при Президентові України. Очолив зазначену Раду Президент України.

Указом Президента України від 26.01.2011 р. № 173/2011 затверджено персональний склад Ради вітчизняних та іноземних інвесторів.

7. З 1 січня 2012 р. набув чинності Закон України № 2623 “Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом “єдиного вікна”. Цей Закон визначає правові та організаційні засади відносин, пов’язаних з підготовкою та реалізацією інвестиційних проектів за принципом “єдиного вікна”.

8. Закон України “Про внесення змін до Закону України “Про інвестиційну діяльність” прийнято 22.12.2011 р. Верховною Радою за № 4218-IV та підписано Президентом України. Зазначеним Законом вносяться зміни до Закону України “Про інвестиційну діяльність” щодо приведення термінології у відповідність із чинним законодавством, визначення терміну “інвестиційний проект” та змісту складових інвестиційного проекту, напрямів, шляхів та заходів державної підтримки і стимулювання інвестиційної діяльності, а також запровадження державної реєстрації інвестиційних проектів, які по-

требують державної підтримки та проведення оцінки їх економічної ефективності.

За станом на 19.12.2013 р. у Державному реєстрі зареєстровано 24 інвестиційних проекти та 3 проектні (інвестиційні) пропозиції.

9. Верховною Радою України прийнято Закон України від 24.05.2012 № 4835-VI “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо державної реєстрації іноземних інвестицій” стосовно здійснення державної реєстрації іноземних інвестицій органами державної реєстрації та її спрощення шляхом збільшення терміну подання інвестором документів для державної реєстрації іноземних інвестицій після їх фактичного внесення, запровадження механізму перереєстрації іноземної інвестиції у разі, якщо інвестор-нерезидент продав або будь-яким чином передав корпоративні права українського підприємства іншій юридичній або фізичній особі – нерезиденту, встановлення порядку анулювання державної реєстрації іноземної інвестиції у випадку вилучення (репатріації) іноземних інвестицій, а також установлення семиденного терміну, протягом якого органами державної реєстрації здійснюється така реєстрація.

10. У червні 2012 р. Верховною Радою України прийнято Закон України “Про індустриальні парки”, яким передбачено стимулюючі заходи щодо створення та функціонування індустриальних парків, що можуть утворюватися на землях державної, комунальної та приватної власності.

Відповідно до цього Закону передбачено:

- державну підтримку за рахунок бюджетних коштів для облаштування індустриальних парків і реалізації проектів у межах цих парків;
- звільнення від сплати ввізного мита при ввезенні устаткування, обладнання та комплектуючих до них, матеріалів, що не виробляються в Україні, які не є підакцизними товарами та ввозяться для облаштування індустриальних парків і здійснення господарської діяльності у межах індустриальних парків;
- звільнення від пайової участі у розвитку інфраструктури населеного пункту у разі будівництва об’єктів у межах індустриальних парків.

Кабінетом Міністрів України прийнято постанови від 16.01.2013 № 216 “Про затвердження Порядку прийняття рішення

про включення індустріального (промислового) парку до Реєстру індустріальних парків” та від 19.06.2013 № 558 “Про Порядок затвердження переліків устаткування, обладнання та комплектуючих до них, матеріалів, що не виробляються в Україні, які не є підкацизними товарами та ввозяться на митну територію України ініціаторами створення суб’єктами господарювання, керуючими компаніями індустріальних парків для облаштування індустріальних парків та учасниками індустріальних парків для здійснення господарської діяльності у межах індустріальних парків, які звільняються від оподаткування митом”.

Міністерством економічного розвитку розроблено накази від 15.04.2013 № 386 “Про затвердження форми Типового договору про створення та функціонування індустріального парку”, зареєстрований в Міністерстві юстиції 15.05.2013 за № 733/23265, та від 16.07.2013 № 793 “Про утворення постійно діючої міжвідомчої комісії з підготовки рекомендацій щодо включення індустріальних (промислових) парків до Реєстру індустріальних (промислових) парків”.

11. З 1 січня 2013 р. набув чинності Закон України від 06.09.2012 № 5205 “Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць”, який визначає основи державної політики в інвестиційній сфері протягом 2013–2032 рр. щодо стимулювання залучення інвестицій у пріоритетні галузі економіки та спрямований на створення умов для активізації інвестиційної діяльності шляхом концентрації ресурсів держави на пріоритетних напрямках розвитку економіки з метою створення нових робочих місць, розвитку регіонів.

Законом також передбачено державну підтримку інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях, а також особливості оподаткування і оподаткування ввізним митом суб’єктів господарювання, які реалізують інвестиційні проекти у пріоритетних галузях економіки (зокрема, звільнення від сплати податку на прибуток до 2017 р. та звільнення від сплати ввізного мита).

Крім того, Законом України “Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць” передбачається необхідність державної рес-

страції інвестиційних проектів, а також додатково схвалення таких проектів Кабінетом Міністрів України.

Передбачені Податковим і Митним кодексами України особливості оподаткування інвестиційних проектів у пріоритетних галузях економіки застосовуватимуться до схвалених Кабінетом Міністрів України проектів.

Уряд прийняв такі рішення:

– розпорядження Кабінету Міністрів України від 14.08.2013 № 843-р “Про затвердження переліку пріоритетних галузей економіки” (пріоритетними галузями визначено агропромисловий, житлово-комунальний і машинобудівний комплекси, транспортна інфраструктура, курортно-рекреаційна сфера і туризм, переробна промисловість);

– постанову Кабінету Міністрів України від 14.08.2013 № 715 “Про затвердження Порядку відбору, схвалення та реєстрації інвестиційних проектів у пріоритетних галузях економіки та вимог до таких проектів”.

12. З метою запровадження системного підходу до вирішення проблемних питань діяльності в Україні європейських інвесторів з урахуванням пропозицій Європейської бізнес-асоціації та центральних органів виконавчої влади розпорядженням Кабінету Міністрів України від 19.12.2012 № 1074-р затверджено План заходів щодо сприяння діяльності іноземних інвесторів.

Реалізація Концепції дасть змогу вирішити проблеми у сфері державно-приватного партнерства шляхом вдосконалення законодавства, що регулює відносини державно-приватного партнерства, поліпшення інвестиційного клімату і конкурентного середовища, визначення пріоритетних сфер застосування державно-приватного партнерства, посилення ролі спеціально уповноваженого органу з питань державно-приватного партнерства.

Зазначені заходи мають сприяти покращенню інвестиційного іміджу України та збільшенню обсягів залучення іноземних інвестицій і капітальних інвестицій в її економіку.

Контрольні питання

1. *Яка роль держави у регулюванні інвестиційної діяльності?*
2. *Які основні форми та функції державного регулювання?*
3. *Які основні напрями державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні.*
4. *В чому полягає сутність державної інвестиційної політики.*
5. *Які особливості формування державної інвестиційної політики.*
6. *Які засоби впливу на інвестиційні процеси?*
7. *Роль держави у регулюванні інвестиційної діяльності.*
8. *Які чинники впливають на інвестиційний клімат країни?*

Дослідницькі завдання

1. *Державне регулювання інвестиційної діяльності в Україні.*
2. *Роль держави в організації інвестиційної діяльності.*
3. *Державні заходи та напрями стимулювання інвестиційних процесів в країні.*
4. *Державна інвестиційна політика в умовах стабілізації економіки.*
5. *Стратегічні цілі та завдання інвестиційної політики держави.*
6. *Визначення інвестиційної привабливості України.*
7. *Розробка та запровадження системи рейтингової оцінки інвестиційних показників*
8. *Діяльність з рейтингування об'єктів інвестування.*
9. *Формування інвестиційного клімату України.*
10. *Інвестиційний імідж України.*
11. *Стратегії інноваційно-інвестиційного розвитку України.*

Ключові поняття

Необхідність державного регулювання інвестиційної діяльності. Основні характеристики моделей економічних систем. Шляхи та функції державного регулювання інвестиційним процесом. Ієрархія побудови та система функціонування державного регулювання інвестиційної діяльності. Методи впливу держави на інвестиційний процес. Суть та мета державної інвестиційної політики. Стратегічні цілі та завдання інвестиційної політики держави. Державна інвестиційна політика на рівні галузі, регіону, суб'єкта інвестиційної діяльності. Фактори регулювання інвестиційного процесу у державі. Інвестиційна привабливість об'єктів інвестування. Інвестиційна привабливість країни, регіону, галузі, підприємства. Національна рейтингова шкала. Визначення кредитного рейтингу (рейтингування). Кредитний рейтинг. Рейтингова оцінка емітента. Рейтингова оцінка цінних паперів емітента. Інвестиційний клімат. Фактори, що впливають на інвестиційний клімат. Інвестиційна політика. Мета інвестиційної політики. Стратегічні цілі інвестиційної політики

Рекомендована література

1. Майорова, Т.В. Інвестиційна діяльність: підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / [Т. В. Майорова]; – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472 с
2. Л. фон Берталанфи. *Общая теория систем: критический обзор. В сборнике переводов Исследования по общей теории систем.* М.: – Прогресс, 1969. – 520 с.
3. Сергеев И.В. *Организация и финансирование инвестиций* / И.В. Сергеев, И.И. Веретенникова, В.В. Яновский. – М. : Финансы и кредит, 2000. – 400 с.
4. *Державне регулювання економіки: Навч. посібник* / С. М. Чистов, А. С. Никифоров, Т. Ф. Куценко та ін.– К.: КНЕУ, 2000. – 316 с.
5. *Пріоритети інвестиційної політики у контексті модернізації економіки.* – К: НІСД, 2013. – 48 с.
6. *Инвестиционная деятельность : учебное пособие* / Н.В. Киселева, Т.В. Боровикова, Г.В. Захарова и др.; под ред. Г.П. Подшиваленко и Н.В. Киселевой. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2006. – 432 с.
7. Мельник М.І. *Інвестиційний клімат регіону: теоретичні та прикладні засади дослідження: Монографія.* – Львів: ІРД НАН України, 2005. – 304 с.
8. *Державна інноваційно-інвестиційна політика України: теорія, методологія, напрями розвитку: монографія* / Т. В. Бова ; Донец. держ. ун-т упр. – Донецьк : Юго-Восток, 2011. – 450 с.
9. *Державне регулювання економіки [Текст] : підруч. для вузів* / І. Р. Михасюк, А. Ф. Мельник, М. І. Крупка та ін. – К. : Атіка, Ельга-Н, 2000. - 592 с.
10. *Дідківська, Л. І. Державне регулювання економіки [Текст] : навч. посібник* / Л.І. Дідківська, Л.С. Головка. – К : Знання, 2006. - 213 с.
11. *Стеченко, Д.М. Державне регулювання економіки [Текст] : навч. посібник* / Д. М. Стеченко. – К. : Знання, 2007. – 271 с.
12. *Стельмащук А.М. Державне регулювання економіки [Текст] : навчальний посібник* / А.М. Стельмащук. – Тернопіль : ТАНГ, 2000. – 315 с.

Нормативно-правові акти

1. Закон України “Про інвестиційну діяльність” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
2. Закон України “Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом “єдиного вікна” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.

3. Закон України “Про державно-приватне партнерство” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
4. Закон України “Про інститути спільного інвестування” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
5. Закон України “Про індустріальні парки” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
6. Закон України “Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
7. Закон України “Про режим іноземного інвестування” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
8. Господарський кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
9. Митний кодекс [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.

Інтернет-ресурси

Державна інвестиційна компанія	http://www.dik.gov.ua
Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України	http://www.ukrproject.gov.ua
Ведення бізнесу (Doing Business World Bank Group)	http://www.doingbusiness.org

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

Луців Богдан Любомирович
Кравчук Ігор Святославович
Сас Богдана Богданівна

ІНВЕСТИВАННЯ

Підручник

Комп'ютерне верстання *Надії Демчук*
Дизайн обкладинки *Марії Одобецької*

Підписано до друку 4. 11. 2014 р.
Формат 60x84^{1/16}. Гарнітура Times.
Папір офсетний. Друк на дублікаторі.
Умов. друк. арк. 31,6. Облік.-вид. арк. 28,1.
Зам. № У-126-13. Тираж 150 прим.

Видавець та виготовлювач
Тернопільський національний економічний університет
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46004

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців ДК № 3467 від 23.04.2009 р.*

Видавничо-поліграфічний центр “Економічна думка ТНЕУ”
вул. Львівська, 3, м. Тернопіль, 46004
тел. (0352) 47-58-72
E-mail: edition@tneu.edu.ua