УДК 330.322 /075.8/

ББК 65.01 я 73

Д 18

ISBN 966-7257-34-7

Гриф надано Міністерством освіти і науки України. Лист № 2/1607 від 12.10.2000.

Рецензенти:

В.А. Євтушевський, доктор економічних наук, професор кафедри теоретичної та прикладної економіки національного університету ім. Т. Шевченка.

Ю.В. Ніколенко, доктор економічних наук, професор, академік АН ВШ України.

О.Д. Данілов, Г.М. Івашина, О.Г. Чумаченко

Д 18 Інвестування: Навчальний посібник. – Ірпінь, 2001. – 377с.

У навчальному посібнику викладені теоретичні позиції щодо фінансових інструментів інвестиційної діяльності, охарактеризовані окремі фінансові інструменти, особливості їх випуску, обігу та методи оцінки вартості, розрахунку фондових індексів, формування та управління інвестиційним портфелем, оцінки ефективності і ризику портфелю. Висвітлюються питання управління реальними інвестиціями, розглядається порядок обгрунтування, методи експертної діагностики інвестиційних рішень та управління інвестиційним проектом.

Навчальний посібник призначений для підготовки бакалаврів та магістрів усіх спеціалізацій економічних та юридичних навчальних закладів, а також для економістів та фінансистів підприємств, банків, інвестиційних та фінансових компаній, які здійснюють розробку та експертизу інвестиційних проектів, спеціалістів, які приймають рішення щодо інвестування в ті чи інші фінансові проекти.

Вступ

Організаційно-економічні засади інвестування.

1. Теоретичні аспекти інвестиційної діяльності

1.1. Сутність інвестицій. Структура цінностей, що відносяться до інвестицій.

1.2. Класифікація інвестицій. Інвестиційна діяльність.

1.3. Ринкова модель інвестиційного процесу. Механізм ціноутворення на інвестиційному ринку.

1.4. Інвестиційний клімат та фактори, що його утворюють.

1.5. Інвестиційна сфера України

2. Суб’єкти інвестиційної діяльності

2.1. Класифікація суб’єктів інвестиційної діяльності.

2.2. Економічні засади взаємодії різних груп інвесторів.

2.3. Держава як суб’єкт інвестиційної діяльності.

2.4. Державне регулювання інвестиційного процесу.

2.5. Організаційна структура та форми діяльності інвестиційних компаній.

2.6. Розвиток інвестиційних компаній в Україні.

3. Іноземні інвестиції

3.1. Сутність іноземних інвестиції та їх класифікація.

3.2. Проблеми іноземного інвестування в Україні.

3.3. Державна політика заохочення іноземних інвестицій.

3.4. Інститути міжнародної інвестиційної діяльності.

4. Вільні економічні зони.

4.1. Історичні аспекти створення вільних економічних зон.

4.2. Сутність вільних економічних зон та їх роль у залученні іноземних інвестицій.

4.3. Нормативна база створення та діяльності ВЕЗ в Україні.

4.4. Сучасний стан ВЕЗ в Україні.

Фінансові інвестиції.

5. Цінні папери, порядок їх випуску та обігу.

5.1. Характеристика цінних паперів, їх класифікація та взаємозв’язок.

5.2. Документарна та бездокументарна форма ЦП.

5.3. Первинний та вторинний ринок цінних паперів.

5.4. Моделі ринку цінних паперів.

5.5. Учасники ринку цінних паперів.

6. Інститути ринку цінних паперів.

6.1. Біржі в сучасній ринковій інфраструктурі.

6.2. Функціонування бірж в Україні.

6.3. Депозитарії та зберігачі, реєстратори.

6.4. Національна депозитарна система.

6.5. Клірингова система.

6.6. Позабіржова фондова торгова система.

7. Фондові та біржові індекси.

7.1. Біржові індекси.

7.2. Індекси, що розраховуються на фондовому ринку України

7.3. Рейтингова оцінка акцій та облігацій.

7.4. Незалежні рейтингові агентства.

8. Управління портфелем цінних паперів.

8.1. Поняття та типи інвестиційного портфеля.

8.2. Сучасна портфельна теорія.

8.3. Методики оцінки вартості фінансових інструментів.

8.4. Сучасні методики оцінки ефективності портфеля цінних паперів.

Реальні інвестиції

9. Характеристика та обгрунтування реальних інвестиції.

9.1. Класифікація реальних інвестицій.

9.2. Життєвий цикл проекту.

9.3. Склад техніко-економічного обгрунтування інвестицій.

9.4. Бізнес-план інвестиційного проекту.

9.5. Маркетингове планування.

10. Діагностика прийняття інвестиційних рішень.

10.1. Фінансово-математичні основи інвестиційного проектування.

10.2. Загальна характеристика критеріїв та методів оцінки реальних інвестиційних проектів.

10.3. Період окупності проекту.

10.4. Облікова норма доходності.

10.5. Чиста теперішня вартість.

10.6. Внутрішня норма рентабельності.

10.7. Індекс прибутковості.

11. Фінансове планування реальних інвестицій.

11.1. Загальні основи планування капітальних вкладень.

11.2. Фінансування реальних інвестицій.

11.3. Оцінка вартості капіталу інвестиційного проекту.

11.4. Аналіз беззбитковості капіталовкладень та цільове планування прибутку.

11.5. Управління витратами інвестиційного проекту. Операційний важіль.

11.6. Визначення оптимального бюджету капіталовкладень.

11.7. Аналіз фінансових коефіцієнтів.

12. Оцінка і страхування ризиків проекту.

12.1. Поняття та види проектних ризиків.

12.2. Співвідношення ризику і доходу.

12.3. Аналіз чутливості проекту.

12.4. Аналіз сценаріїв проекту.

12.5. Метод імітаційного моделювання Монте-Карло.

12.6. Модель оцінки капітальних активів (МОКА) в оцінці доцільності інвестицій.

12.7. Механізми нейтралізації інвестиційних ризиків.

Додатки:

1. Фінансові таблиці.

2. Фонди, які надають гранти та кредити.

3. Нормативні акти, що регулюють інвестиційну діяльність

Список літератури.

Вступ

Сучасна ситуація в економіці України потребує вирішення таких кардинальних та взаємопов’язаних проблем, як вихід із кризи та перехід до ринкових форм і методів господарювання.

Успішне проведення ринкових реформ в Україні неможливе без ефективної структурно-інвестиційної політики перебудови економіки з метою створення сприятливого інвестиційного клімату. Перспективою виходу України з кризи може бути створення потужної виробничої бази за участю інвестованого капіталу. В її основі повинні лежати передові технології, новітня техніка, організаційно нові форми праці.

В умовах значного дефіциту внутрішніх фінансових ресурсів в Україні актуальним стає залучення іноземних інвестицій.

В українській економіці необхідність іноземних інвестицій обумовлена низкою причин. По-перше, іноземні інвестиції поповнюють обмежені внутрішні заощадження та сприяють фінансуванню на мікрорівні (підприємство), мезорівні (галузь) та макрорівні. Вони використовуються для фінансування поточного рахунку платіжного балансу, який є характерною рисою перехідної економіки. Це зумовлено необхідністю імпорту обладнання для модернізації і реструктуризації економіки, що, в свою чергу, сприятиме майбутньому економічному зростанню і розвитку. По-друге, вони забезпечують обмін виробничим досвідом і, по-третє, полегшують доступ до зовнішніх ринків.

Вирішення цих завдань нерозривно пов’язане із здійсненням тих чи інших інвестиційних затрат на національному, регіональному та локальному рівнях. У зв’язку з цим у середовищі економічних кадрів відчувається гостра нестача навичок з ідентифікації, підготовки та управління інвестиційними проектами. Враховуючи багатоплановість, широту джерел фінансування (у тому числі зарубіжних) різноманітних проектів, програм, виникає нагальна необхідність в опануванні світового досвіду розробки, аналізу, впровадження та управління інвестиціями.

Ефективна діяльність компаній і фірм у перспективі, забезпечення високих темпів їх розвитку і зростання конкурентоспроможності в умовах переходу до ринкової економіки залежить від рівня їх інвестиційної активності і діапазону інвестиційної діяльності. Однак залучення інвестицій не є єдиним показником ефективної перебудови економіки. Важливе значення має раціональність використання залучених ресурсів. Нові організаційно-правові відносини між суб'єктами інвестиційної діяльності вимагають глибоких теоретичних і практичних знань для ефективного здійснення різних видів інвестицій: фінансових, реальних, інтелектуальних, інновацій тощо. Інвестиційна діяльність нерозривно пов'язана з оцінкою стану та прогнозуванням розвитку інвестиційного ринку. Важливе значення при цьому має вміння вигідно розмістити кошти, правильно оцінити інвестиційну привабливість об'єктів інвестування.

В Україні поступово формується інвестиційний ринок. Функціонує фондова біржа, багато підрядних контрактів укладаються на тендерних торгах. На вторинному (позабіржовому) ринку цінних паперів уже обертаються акції сотень компаній, заснованих після приватизації або новим капіталом.

Якщо розглядати питання інвестиційної сфери на рівні підприємств, то сьогодні в Україні існує роздроблений і малорозвинений ринок інвестиційних ресурсів. Організації, які працюють на ньому, діють досить неузгоджено і малоефективно. Недостатній розвиток інформаційної інфраструктури ринку заважає зустрічному руху вітчизняних підприємців і потенційних інвесторів.

Отже, зростання інтересу до вивчення інвестиційних процесів – об’єктивне явище, тому їх вивчення необхідне в усіх ланках системи освіти і перепідготовки кадрів.

Під час інвестування коштів інвестори, перш за все, бажають отримувати прибуток, їх приваблюють конкретні перспективні програми, в яких викладені усі розрахунки і доведена перспективність інвестицій, тому у підручнику широко висвітлений такий аспект інвестиційної діяльності, як визначення критеріїв оптимальності прийняття інвестиційних рішень. При цьому використовується багато показників, що розробляються для управління фінансовими ресурсами.

У підручнику викладені теоретичні позиції щодо фінансових інструментів інвестиційної діяльності, методів формування інвестиційного портфелю, оцінки ефективності та його ризику.

Методичною основою підручника є класична фінансова теорія та міжнародний досвід розробки інвестиційних проектів, у той же час автори враховували особливості інвестиційного клімату України.

Навчальний посібник призначений для підготовки бакалаврів та магістрів усіх спеціалізацій в економічних та юридичних вузах, а також для економістів підприємств, банків, інвестиційних та фінансових компаній, які здійснюють розробку та експертизу інвестиційних проектів, спеціалістів, які приймають рішення щодо інвестування в ті чи інші фінансові інструменти.

Мета даного посібника – навчити майбутніх фахівців орієнтуватися в усіх сторонах інвестиційної діяльності на тлі правового простору, що створений в Україні, надати студентам систему теоретичних знань про способи та засоби залучення інвестиційних ресурсів і сформувати практичні навички в підготовці та реалізації інвестиційних проектів і механізмів управління ними.

Зміст і структура посібника підпорядковані реалізації поставленої мети шляхом поетапного і послідовного вирішення наступних завдань: опанування теоретичними засадами інвестиційної діяльності; отримання знань про умови, форми, методи та основні інструменти інвестиційної діяльності; опанування методикою аналізу окремих фінансових інструментів, ефективності інвестиційного портфелю; діагностика прийняття інвестиційних рішень та фінансового планування реальних інвестицій.

Навчальний посібник складається з трьох розділів та 12 глав. У першому розділі розглядаються поняття інвестицій та суб’єктів інвестиційної діяльності, подається їх класифікація, аналізуються економічний зміст інвестицій та особливості інвестиційного клімату в Україні. У другому розділі аналізуються фінансові інвестиції, охарактеризовані окремі фінансові інструменти, особливості їх випуску та обігу, методи оцінки вартості фінансових інструментів, розрахунку фондових індексів та управління інвестиційним портфелем. У третьому розділі висвітлюються питання управління реальними інвестиціями. Структура цього розділу підпорядкована логіці інвестиційного проектування.

Організаційно-економічні засади інвестування

Глава 1. Теоретичні аспекти інвестиційної діяльності

1.1. Сутність інвестицій. Структура цінностей, що належать до інвестицій.

1.2. Класифікація інвестицій. Інвестиційна діяльність.

1.3. Ринкова модель реалізації інвестиційного процесу. Механізм ціноутворення на інвестиційному ринку.

1.4. Інвестиційний клімат та фактори, що його утворюють.

1.5. Інвестиційна сфера України.

Ключові слова: інвестиції, майнові цінності, інтелектуальні цінності, валові інвестиції, чисті інвестиції, норма дохідності інвестицій, класифікація інвестицій, інвестиційна діяльність, реальні інвестиції, прямі інвестиції, інноваційні інвестиції, непрямі інвестиції, державні інвестиції, приватні інвестиції, іноземні інвестиції, спільні інвестиції, короткострокові інвестиції, довгострокові інвестиції, інвестиційний ринок, інвестиційний цикл, інвестиційний комплекс, заощадження, реальні активи, фінансові активи, інвестиційна інфраструктура, інвестор, тендерні торги, інвестиційна привабливість, інвестиційний клімат, інвестиційна сфера.

1.1. Сутність інвестицій. Структура цінностей, що належать до інвестицій

Сьогодні у складній та заплутаній системі економічних зв’язків усе частіше необхідно приймати зважені рішення щодо накопичення та інвестування. Для збереження і примноження заощаджень потрібно відмовитись від старих засобів накопичення та перейти до засобів, притаманних ринковим відносинам, що об’єднуються під загальною назвою інвестування.

У державі з командно-адміністративною економікою категорія «інвестиції» не мала місця ні в економічній теорії, ні у практиці. В останні роки це поняття почало зустрічатися в економічній літературі країн Східної Європи та СНД, що пояснюється зміною системи господарювання і переходом до ринкових відносин. Термін «інвестиції» походить від латинського слова «invest» , що означає «вкладати». У минулому більшість авторів трактувала поняття «інвестиції» як сукупність затрат, що реалізуються у формі довгострокових вкладень у галузі народного господарства (виробничі фонди), тобто інвестиції помилково ототожнювались із поняттям «капітальні вкладення».

Розглянемо сучасне тлумачення категорії «інвестиції». Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.91 дає наступне визначення: інвестиції – всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об’єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток або досягається соціальний ефект.

Такими цінностями можуть бути: грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери; рухоме і нерухоме майно (будинки, споруди, обладнання та інші матеріальні цінності); майнові права, що випливають із авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва, але не запатентованих («ноу-хау»); права користування землею, водою, ресурсами, будівлями, обладнанням, а також інші майнові права; інші цінності [6].

Отже, в широкому розумінні інвестиції є вкладенням капіталу з метою його збільшення. При цьому приріст капіталу повинен бути достатнім, щоб компенсувати інвестору відмову від використання коштів на споживання в теперішньому періоді, винагородити його за ризик та відшкодувати збитки від інфляції в майбутньому періоді.

Інвестиції – це економічна категорія розширеного відтворення, яка є основним інструментом формування мікро- та макроекономічних пропорцій і визначає темпи економічного росту.

Таким чином, інвестиції – це те, що «відкладають» на завтрашній день, щоб мати можливість більше споживати в майбутньому. Під інвестиціями розуміють економічні ресурси, які спрямовуються на збільшення реального капіталу товариства, тобто на розширення або модернізацію виробничого апарату. Це може бути пов’язане з придбанням нових машин, будинків, транспортних засобів, а також із будівництвом доріг, мостів та інших інженерних споруд. Сюди необхідно включати і витрати на обладнання, наукові дослідження та підготовку кадрів, що є інвестиціями в «людський капітал», який на сучасному етапі розвитку економіки набуває все більшого значення, бо саме результатом людської діяльності виступають і будинки, і споруди, і машини, і обладнання, і, найголовніше, основний фактор сучасного економічного розвитку – інтелектуальний продукт, який визначає економічне положення країни у світовій ієрархії держав.

В економічному аналізі розрізняють валові та чисті інвестиції.

Валові інвестиції характеризують загальний обсяг інвестиційних коштів у певному періоді, спрямованих на відтворення (нове будівництво, реконструкція, розширення, придбання засобів виробництва), приріст товарно-матеріальних запасів, а також на підтримання діючих потужностей.

Чисті інвестиції є вкладенням коштів у виробничі фонди, що заново створюються, та виробничий апарат, що відновлюються. Вони дорівнюють сумі валових інвестицій, зменшеній на суму амортизаційних відрахувань у певному періоді.

Динаміка показника чистих інвестицій відображає характер економічного розвитку країни в розрізі співвідношення між простим та розширеним відтворенням.

Якщо сума чистих інвестицій складає від’ємну величину (тобто обсяг валових інвестицій менший суми амортизаційних відрахувань), це означає зниження виробничого потенціалу і, як наслідок, зменшення обсягу випуску продукції.

Якщо сума чистих інвестицій дорівнює нулю (обсяг валових інвестицій дорівнює сумі амортизаційних відрахувань), це говорить про відсутність економічного росту, бо виробничий потенціал залишається при цьому незмінним.

І нарешті, якщо сума чистих інвестицій є додатною величиною (обсяг валових інвестицій перевищує амортизаційні відрахування), це означає, що економіка знаходиться на стадії розвитку, бо забезпечується розширене відтворення її виробничого потенціалу.

Зростання обсягу чистих інвестицій зумовлює збільшення доходів, причому темпи зростання суми доходів значно перевищують темпи росту обсягу чистих інвестицій. В економічній теорії цей процес називається «ефект мультиплікатора».

Постає питання: від чого залежить обсяг інвестицій? Назвемо деякі з факторів, що впливають на цей показник.

• Рівень заощаджень у доходах населення. В умовах низьких доходів на душу населення основна їх частина використовується на споживання. Із зростанням доходів збільшується їх частка, що спрямовується на заощадження, які є джерелом інвестиційних ресурсів. Спостерігається пряма залежність між рівнем заощаджень і обсягом інвестицій.

• Норма дохідності інвестицій. Прибуток є основним мотивом інвестування, тому чим вища норма дохідності очікується, тим більш привабливими будуть вкладення.

• Темп інфляції. Чим вищий цей показник, тим більше буде знецінюватись майбутній прибуток від інвестицій і, відповідно, буде менше стимулів для нарощування обсягів інвестицій. Тут спостерігається зворотна залежність (виняток становлять ринок нерухомості, валютний ринок та ринок лікувальних засобів).

• Ставка банківського процента. Якщо очікувана норма чистого прибутку перевищує ставку банківського процента, то за подібних умов інвестування буде ефективним, і навпаки. Така залежність є зворотною.

• Податкова політика. При збільшенні рівня податкового тиску зменшується попит на інвестиції.

У процесі інвестиційної діяльності важливим є фактор часу. Інвестору необхідно співставляти час інвестування і час отримання прибутку або соціального ефекту. Ці два процеси можуть відбуватися в різній часовій послідовності. При їх послідовному протіканні прибуток отримується одразу після завершення інвестицій у повному обсязі. При паралельному протіканні отримання прибутку можливе ще до повного завершення процесу інвестування (на певному етапі інвестування можливий випуск продукції, що забезпечить отримання прибутку). При інтервальному протіканні між періодом завершення інвестування та отриманням прибутку проходить певний час.

1.2. Класифікація інвестицій. Інвестиційна діяльність

Інвестиції в об’єкти підприємницької діяльності здійснюються в різних формах. В економічній теорії і на практиці з метою ведення обліку, аналізу і планування інвестиції класифікують за окремими ознаками.

1. За об’єктами вкладення. В економічній теорії принциповою ознакою класифікації інвестицій є виділення реальних та фінансових інвестицій.

Реальні інвестиції – це вкладення коштів у реальні активи як матеріальні (виробничі основні та оборотні фонди, будівлі, споруди, обладнання, товарно-матеріальні цінності), так і нематеріальні (патенти, ліцензії, «ноу-хау», технічна, науково-практична, інструктивна, технологічна, проектно-кошторисна та інша документація).

Інколи вкладення коштів у нематеріальні активи, пов’язані з науково-технічним прогресом, характеризуються як інноваційні інвестиції.

Фінансові інвестиції – вкладення коштів у різні фінансові інструменти (активи), наприклад, фондові (інвестиційні) цінні папери, спеціальні (цільові) банківські вкладення, депозити, паї і т.д.

2. За способом участі в інвестиційному процесі виділяють прямі та непрямі інвестиції.

Прямі інвестиції характеризуються безпосередньою участю інвестора у виборі об’єктів інвестування і вкладенні коштів. Пряме інвестування здійснюють підготовлені інвестори, які мають достатньо інформації про об’єкт інвестування і знають механізм інвестування. Прямі інвестиції, як правило, здійснюються у формі кредиту без інвестиційних посередників з метою оволодіння контрольним пакетом акцій компанії.

Непрямі інвестиції – під ними розуміють інвестування, опосередковане третіми особами (інвестиційними або фінансовими посередниками). Не усі інвестори мають достатню кваліфікацію для ефективного вибору об’єктів інвестування та подальшого управління ними. У цьому випадку вони придбавають цінні папери, що випускаються інвестиційними або іншими фінансовими посередниками (наприклад, інвестиційні сертифікати інвестиційних фондів або інвестиційних компаній), а останні розміщують зібрані таким чином інвестиційні кошти на власний розсуд у найбільш ефективні об’єкти інвестування, беруть участь в управлінні ними, а отримані доходи розподіляють серед своїх клієнтів.

3. Залежно від форми власності інвесторів розрізняють державні, приватні, іноземні та спільні інвестиції.

Державні інвестиції – це вкладення, які здійснюють центральні і місцеві органи влади та управління за рахунок коштів бюджетів, позабюджетних фондів і залучених коштів, а також інвестиції державних підприємств та закладів за рахунок власних і залучених коштів.

Приватні інвестиції – вкладення коштів громадянами, а також підприємствами недержавних форм власності, перш за все, колективної (акціонерні товариства і кооперативи).

Іноземні інвестиції – вкладення, які здійснюються іноземними громадянами, юридичними особами та державами.

Спільні інвестиції – вкладення, що здійснюються суб’єктами даної країни та іноземних держав, а також інвестиції підприємств за участю іноземних інвесторів.

4. За періодом інвестування виділяють короткострокові та довгострокові інвестиції.

Короткострокові інвестиції – це вкладення капіталу на період, що не перевищує одного року (наприклад, короткострокові депозитні вклади, купівля короткострокових ощадних сертифікатів тощо).

Довгострокові інвестиції – вкладення капіталу на період більше одного року. Це критерій, прийнятий у практиці обліку, але, як свідчить досвід, він потребує подальшої деталізації. У практиці великих інвестиційних компаній довгострокові інвестиції деталізуються наступним чином: а) до 2 років; б) від 2 до 3 років; в) від 3 до 5 років; г) більше 5 років.

5. За регіональною ознакою виділяють інвестиції внутрішні та зовнішні.

Внутрішні інвестиції – вкладення коштів в об’єкти інвестування, розташовані в територіальних межах даної країни.

Зовнішні інвестиції (вивезення капіталу) – вкладення коштів в об’єкти інвестування, розташовані за межами даної країни. До них належить і купівля різних фінансових інструментів інших країн – акцій іноземних компаній, облігацій інших держав.

Наведена класифікація інвестиції зображена на рисунку 1.1. Вона відображає найбільш суттєві їх ознаки і при необхідності може деталізуватися залежно від підприємницьких та дослідницьких цілей.

Рис. 1.1. Класифікація інвестицій за окремими ознаками

Тепер перейдемо до розгляду поняття «інвестиційна діяльність».

Інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави, спрямованих на реалізацію інвестиційних програм з метою отримання доходу або прибутку. Загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності в Україні, поряд із основними принципами, зафіксовані в Законі «Про інвестиційну діяльність».

1. Органи влади не мають права втручатися в інвестиційну діяльність юридичних та фізичних осіб, якщо вона не суперечить діючому законодавству.

2. Добровільний характер інвестування.

3. Економічна захищеність інвестицій з боку держави.

4. Свобода вибору критеріїв інвестиційної діяльності.

Інвестиційна діяльність може відбуватися у формі:

– приватного інвестування, яке здійснюється громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, об’єднаннями та товариствами, а також громадськими і релігійними організаціями, іншими юридичними особами, заснованими на колективній власності;

– державного інвестування, яке фінансується із державного, місцевих бюджетів і державними підприємствами;

– іноземного інвестування (позикові та кредитні ресурси міжнародних інвестиційних інститутів, зарубіжних корпорацій, спільних підприємств);

– спільного інвестування коштів і цінностей громадянами та юридичними особами України та іноземних держав.

1.3. Ринкова модель реалізації інвестиційного процесу. Механізм ціноутворення на інвестиційному ринку

Суб’єкти інвестиційної діяльності реалізують власні економічні інтереси, вступаючи у певні взаємовідносини на інвестиційних ринках, що регулюють процес обміну інвестиціями та інвестиційними об’єктами.

З метою розгляду цієї категорії визначимося з інтерпретацією терміну «інвестиційний ринок».

У сучасній економічній літературі можна зустріти різні підходи до тлумачення, зокрема, у вузькому значенні цей термін використовують для позначення ринку інвестиційних товарів (усіх видів будівельних матеріалів і активної частини основних виробничих фондів) та інвестиційних послуг (будівельно-монтажних робіт). У зарубіжній літературі інвестиційний ринок ототожнюється із фондовим, на якому основними формами інвестицій є інвестиції в цінні папери. У праці професора Бланка І.О. «Інвестиційний менеджмент» знаходимо наступне визначення цього поняття: «Інвестиційний ринок – це сукупність економічних відносин, які виникають між продавцями та покупцями інвестиційних товарів і послуг, а також об’єктів інвестування в усіх його формах».

Інвестиційний ринок розглядається як сукупність окремих ринків (об’єктів реального та фінансового інвестування), у складі якого виділяються: ринок прямих капітальних вкладень, ринок об’єктів приватизації, ринок нерухомості, ринок інших об’єктів реального інвестування, фондовий та грошовий ринки (рис. 1.2).

Рис. 1.2. Складові інвестиційного ринку

Наведена класифікація дозволяє здійснювати поглиблений аналіз та прогнозування розвитку інвестиційного ринку в розрізі окремих сегментів, визначати пріоритетні об’єкти інвестування на тому чи іншому етапі розвитку країни.

Кожна держава як суб’єкт інвестиційної діяльності встановлює в своєму законодавстві її правові, економічні та соціальні умови.

У більш вузькому значенні використовують термін «інвестиційний процес».

Це поняття звичайно пов’язується з обґрунтуванням та реалізацією реальних інвестицій, тобто із здійсненням реальних інвестиційних проектів.

Інвестиційний цикл – комплекс дій від моменту прийняття рішення про інвестування до завершальної стадії інвестиційного проекту, наприклад, науково-дослідні та конструкторські роботи, прийняття інвестиційних рішень, планування та проектування, підготовка до будівництва, будівництво, вихід на проектні показники і режим окупності вкладень.

Інвестиційний цикл складається з трьох основних періодів:

1) передінвестиційна фаза;

2) фаза інвестицій – здійснення затрат, вкладення коштів;

3) експлуатаційна фаза – відшкодування витрачених коштів.

Інвестиційний процес визначається як ряд інвестиційних циклів, які повторюються.

Поява останнім часом різноманітних фінансових посередників визначає існування інвестиційного комплексу, тобто системи підприємств та організацій, які виконують у виробництві функцію створення необхідних нерухомих основних фондів, достатніх для діяльності підприємств та організацій усіх галузей народного господарства. До складу інвестиційного комплексу входять:

1) інвестори – вкладники капіталу;

2) підрядні будівельні підприємства і фірми незалежно від форм власності, субпідрядні спеціалізовані організації та будівельні кооперативи;

3) проектні підприємства та архітектурні організації;

4) промисловість будматеріалів, конструкцій та виробів;

5) хімічна, металургійна, лісова, деревообробна промисловість у частині, пов’язаній із поставкою предметів для інвестиційного комплексу;

6) машинобудівельні підприємства, продукція яких призначена для створення нерухомих основних фондів і будівництва виробництва;

7) агреговані виробничі управлінські структури;

8) інвестиційні банки;

9) ринкова інфраструктура інвестиційного комплексу;

10) органи державного регулювання ринкових відносин в інвестиційному комплексі.

Існує багато класифікацій ринків, фінансових ринків, однак єдина принципова схема відсутня. У спрощеному розумінні фінансовий (інвестиційний) ринок – це ринок, де громадяни та організації, які бажають позичити гроші, зустрічаються з тими, у кого є зайві гроші.

Заощадження – єдине джерело інвестиційного капіталу. Вони виникають, коли доходи перевищують витрати. А оскільки заощадження підприємств набувають форми нерозподіленого прибутку та амортизаційних відрахувань, і, як правило, фінансові потреби перевищують їх заощадження, то на ринку інвестиційного капіталу корпоративний і весь підприємницький сектор виступають у якості кінцевого позичальника.

Особисті заощадження набувають форми банківських депозитів, сертифікатів пенсійних фондів, облігацій державних позик, корпоративних цінних паперів, страхових полісів і т.д. У розвинених країнах фінансові установи користуються довірою, заснованою на історії в цілому конструктивних і здорових взаємозв’язків обох сторін і законодавстві, яке передбачає жорсткий урядовий контроль за діяльністю фінансових установ та організацій.

Інвестиційна діяльність завжди починається з ринку, оскільки заощаджень та поточних доходів потенційному інвестору для початкового капіталу, як правило, недостатньо. Крім того, інвестор завжди намагається залучити до справи позиковий (акціонерний) капітал з метою зменшення ризику і розподілу ризику відповідальності.

Після задоволення нагальних потреб потенційний інвестор вивчає кон’юнктуру ринку, тобто ступінь активності інвестиційного ринку, співвідношення окремих його елементів – попиту, пропозиції, ціни та рівня конкуренції.

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

Реальні активи можуть реалізовуватись на умовах «спот» (протягом декількох днів) або за ф’ючерсними контрактами, тобто поставки товарів відбуваються після проходження певного періоду часу.

Ринок фінансових активів поділяється наступним чином:

– грошовий ринок (ринок цінних паперів, боргових свідоцтв із строками погашення менше одного року);

– ринок капіталів (довгострокових цінних паперів та корпоративних акцій);

– кредитний ринок (боргових зобов’язань за довгостроковими кредитами).

Ринок капіталів, у свою чергу, поділяється на первинний (торгівля новими цінними паперами) і вторинний (торгівля між інвесторами раніше випущеними цінними паперами, що знаходяться в обігу).

Фондові біржі є вторинними ринками капіталів, оскільки на них котуються цінні папери, які вже знаходяться в обігу. Компанія, акціями якої здійснюється торгівля на фондовій біржі, не бере участі в операціях на вторинному ринку і не отримує доходу від таких продаж. Існують вторинні ринки для інших видів позик і фінансових активів.

Важливою частиною ринку інвестицій є ринок інвестиційних об’єктів (товарів). Їх виробництво та рух на ринку забезпечується елементами інвестиційної інфраструктури. У країнах із розвиненою ринковою економікою мережа цих елементів надзвичайно широка. Основне завдання інвестиційної інфраструктури – обслуговування інвестиційної сфери, задоволення інвестиційного попиту.

Оскільки ринок інвестицій та інвестиційних товарів – це вільне від державного управління підприємництво, засноване на різних, переважно приватних формах власності і вільному обміні товарами між виробниками та споживачами відповідно до цін попиту і пропозиції, то і кількість представників кожного елементу інвестиційної інфраструктури повинна бути значною. В іншому випадку монополізація функцій того чи іншого елементу інвестиційної сфери призводить до зростання цін на інвестиційний товар і породжує інфляційні процеси.

Особливим є підрядний ринок, бо формується у межах певного регіону, оскільки ці об’єкти, як правило, прив’язані до місця їх споживання. Цей ринок виконує свої функції задовільно лише тоді, коли на роль підрядника претендує не одна фірма (монополіст), а декілька. Чим більше в регіоні фірм, які спеціалізуються на виробництві того чи іншого інвестиційного товару, тим вищий рівень конкуренції і нижча ціна реалізації.

Вченими, що досліджують західний ринок, розроблені наступні параметри: частка робіт найбільшого підрядника не повинна перевищувати 30 %, двох – 40 %, трьох – 54 %, чотирьох – 64 % від загального обсягу підрядних робіт на ринку даного регіону.

Закон України «Про обмеження монополізму та недопущення недобросовісної конкуренції в підприємницькій діяльності» встановлює граничну питому вагу для одного виробника – 35 %. Крім того, цим Законом обумовлено ряд інших антимонопольних заходів:

– держава не повинна директивно розподіляти замовлення на підрядні роботи та примусово нав’язувати підрядникам недержавного сектора партнерів на постачання будівельних матеріалів і щодо інших господарських зв’язків; здійснювати планування капітальних вкладень для замовників та підрядних робіт для будівельних фірм; встановлювати розцінки і кошторисні ціни на будівельні роботи; накладати будь-які заборони на виконання робіт у будь-яких секторах економіки;

– підрядні організації не мають права нав’язувати замовникам і постачальникам дискримінаційні умови договору; скорочувати обсяги підрядних робіт для створення їх штучного дефіциту; здійснювати попередню змову про відмову ведення справ із потенційними партнерами, а також укладати угоди про штучну зміну цін на інвестиційні товари.

Забезпечити дотримання цих вимог повинні антимонопольні комітети, що створюються в рамках територіальних органів управління.

Суб’єкт інвестиційного ринку – інвестор, мотивом для якого є отримання майбутніх доходів, направляється на інвестиційний ринок, де запозичує інвестиційний капітал та придбаває інвестиційні товари, забезпечуючи тим самим реалізацію власного інвестиційного товару.

Для створення ринку інвестиційних товарів усі замовлення на підрядні роботи необхідно розміщувати через торги, які називаються тендери. Головне завдання цих елементів інвестиційної інфраструктури – об’єднати продавців та покупців.

На тендерах у ролі покупця товару (об’єкта будівництва) виступає замовник (інвестор), а у ролі продавця – група підрядників, які пропонують свої послуги з будівництва необхідного замовнику об’єкта належної якості і в сприятливі строки.

На відміну від товарної і фондової біржі, де інтереси багатьох продавців і покупців представляють брокери, на тендерах вони відсутні, а завданням тендерного торгу є зведення одного покупця (замовника) із декількома потенційними продавцями (підрядниками) і відбір із ряду останніх найбільш економічно вигідного. Цей процес вимагає від підрядника певної активності на ринку (вивчення кон’юнктури, проведення власних розрахунків). Тому тендерні торги за кожний об’єкт, починаючи з опублікування в засобах масової інформації, можуть займати більше місяця. Публікація містить коротку технічну характеристику об’єкта і відомості про замовника.

Будь-який зацікавлений підрядник, який не має замовлень, може подати заявку на участь у торгах. Звичайно заявка подається на ім’я тендерного комітету або посередницької фірми, яка займається організацією цих торгів.

Посередницька фірма за плату надає потенційному підряднику наступну тендерну документацію:

• інструкцію для учасника торгів;

• креслення майбутнього об’єкта, специфікації і відомості про обсяги робіт;

• форми та умови контракту;

• форми тендера, гарантійний лист і бланк інформації про учасника тендера.

Будівельна фірма (учасник тендера) вивчає цю документацію, розробляє проект організації робіт (ПОР), складає кошторис витрат на будівництво об’єкта, визначає мінімально можливі строки, кошторисну вартість та прийнятну для себе ціну. Після цього вона заповнює форми тендера, гарантійний лист і бланк інформації про себе та відсилає ці документи посередницькій фірмі.

З метою запобігання розголошенню відомостей, що становлять комерційну таємницю, матеріали пересилаються у подвійних закритих конвертах, які потім відкриваються у присутності всіх зацікавлених сторін. Результати процедури оформляються протоколом та візуються усіма учасниками тендера.

Посередницька фірма разом із замовником організовує експертну комісію, вивчає усі заявки і матеріали, що надійшли від будівельних фірм, та оголошує переможця тендера, з яким замовник укладає договір підряду.

Для того, щоб торги були основною формою реалізації замовлень на підрядні роботи, необхідно при місцевих органах управління створити тендерні комітети, які б контролювали розміщення замовлень тільки через торги та виконували арбітражні функції щодо спірних питань.

Інвестиційна привабливість компанії відображає такий її економічний та фінансовий стан, при якому потенційний інвестор може прийняти рішення про вкладення вільних коштів у розвиток даного підприємства без великого ступеня ризику втратити їх або не отримати відповідний дохід на вкладений капітал.

Для визначення інвестиційної привабливості можна використовувати наступні загальноекономічні показники:

– залишкова та відновлювальна вартість основних засобів;

– загальний обсяг чистого і балансового доходу;

– рентабельність;

– стан сировинної бази;

– розмір земельної площі, яку займає підприємство.

Оскільки оцінка компанії за цими показниками характеризує його інвестиційну привабливість не повною мірою, то для більш поглибленого аналізу привабливості підприємства у світовій практиці використовується система відносних показників, які характеризують:

– ліквідність;

– платоспроможність;

– дохідність;

– ефективність використання активів.

Заощадження сімейних господарств у замкненій економіці є єдиним джерелом надходження коштів на грошовий ринок. Тільки за рахунок цього виробництво може збільшити свої інвестиції, а уряд – закупки понад доходи від податків, тобто профінансувати дефіцит. Якщо формування заощаджень уповільнюється або зовсім зупиняється, починається «проїдання» раніше нагромадженого капіталу. Така ситуація виникає в умовах тривалої інфляції, коли населення перестає робити нові заощадження і навіть витрачає попередні під загрозою їх втрати.

Зазначені процеси проявилися в економіці України в 1992 – 1994 рр., коли внаслідок гіперінфляції заощадження населення повністю знецінилися, а нові заощадження в національних грошах не створювалися. Інвестування в розвиток виробництва у цей час припинилося, за винятком незначних вкладень за рахунок централізованих коштів.

Зв’язок між заощадженнями та інвестиціями можна формалізувати наступним чином:

Ір = З – Дп,

де Ір – інвестиційні ресурси, що знаходяться в розпорядженні фірми;

З – загальна маса заощаджень, що надійшли на грошовий ринок;

Дп – сума приросту державних позик, розміщених на грошовому ринку.

У проблемі «заощадження – інвестиції» важливе значення має не тільки нагромадження достатнього обсягу заощаджень у сімейному секторі, а й їх повна трансформація в інвестиції. Грошовий ринок покликаний створити відповідний ефективний механізм.

Представники різних економічних шкіл по-різному ставляться до необхідності та можливості створення та дії подібного механізму.

Монетаристи виходять із того, що грошовий ринок має механізм, який одночасно впливає на підприємства та сімейні господарства, стимулюючи їх інвестувати і заощаджувати рівноцінні маси грошових коштів. Таким механізмом є динаміка процентної ставки як плати за використання грошових заощаджень. Зміна процентної ставки одночасно впливає як на заощадження (пропозицію), так і на інвестиції (попит), тільки в протилежних напрямах. Якщо процентна ставка зростає, посилюється стимулювання заощаджень, бо на кожну заощаджену грошову одиницю власник одержить додатковий дохід. А послаблюється стимулювання інвестицій, коли зростають витрати на кожну одиницю інвестицій.

Проте процес розбалансування системи триватиме недовго. Дефіцит попиту на грошові кошти змусить продавців знизити процентні ставки до рівня, який відповідатиме новому перетину кривих попиту і пропозиції. Отже, у випадку непроцентного порушення рівноваги між заощадженнями та інвестиціями механізм грошового ринку теж здатний самостійно її відновлювати.

Представники кейнсіанської школи заперечують можливість автоматичного вирівнювання заощаджень та інвестицій на тій підставі, що не тільки процентна ставка впливає на їх рух, а сама змінюється під впливом не тільки попиту на інвестиції та пропозиції заощаджень. Ключовий аргумент кейнсіанців полягає в тому, що рішення про заощадження та інвестиції приймають різні економічні суб’єкти, які керуються різними цілями і міркуваннями. Рішення про зміну заощаджень приймають мільйони сімейних господарств, кожне з яких керується, перш за все, можливістю одержати прибуток. Сама процентна ставка цікавить інвестора лише у зв’язку з визначенням затрат та реалізацією інвестиційного проекту. Зміна заощаджень населення їх може зовсім не цікавити.

Більше того, кейнсіанці вважають, що заощадження населення – не єдине джерело інвестиційних ресурсів. Ними можуть бути «поточні каси» населення, позички кредитних установ, нагромадження самих фірм і навіть ресурси уряду. Використання цих джерел розширює обсяги інвестицій за межі заощаджень сімейних господарств.

По-перше, банківська система у своїй грошово-кредитній політиці повинна виходити з того, що економічні межі її кредитно-інвестиційної діяльності визначаються національними заощадженнями. Порушення цієї межі загрожує порушенням економічної рівноваги та інфляцією.

По-друге, у своїй економічній і соціальній політиці держава повинна виходити з того, що таке важливе завдання, як нарощування інвестицій, повинно вирішуватися у нерозривній єдності з нарощуванням заощаджень. Щоб інвестиційний процес в економіці країни розвивався успішно, активно і успішно повинні формуватися і заощадження. Політика сприяння заощадженням стає одним із пріоритетних напрямів економічної політики в цілому і політики доходів зокрема.

По-третє, взаємозв’язок «інвестиції – заощадження» повинен враховуватися в бюджетно-фіскальній політиці держави. Оскільки при розподілі національного доходу вилучення податків передує формуванню заощаджень, зміни в оподаткуванні викликають зрушення в останніх, а, отже, впливають на інвестиції.

Бюджетний дефіцит впливає на процес «заощадження – інвестиції» через механізм монетаризації дефіциту. Урядові позики для покриття дефіциту зменшують масу заощаджень, які спрямовуються на інвестиції. Цей процес отримав назву «ефект витіснення інвестицій». Оскільки обсяги національного продукту і його частини, яка йде на споживання, фіксовані, то обсяг інвестицій зменшиться настільки, наскільки збільшиться обсяг державних закупок, якщо останній не має інвестиційних елементів.

Механізм дії ціни рівноваги полягає в наступному. Інвестор, що вкладає кошти чи засоби, розраховує отримати максимальний дохід при мінімальних затратах. Він віддає перевагу найбільш дохідним активам (інвестиційним товарам) із найбільшою нормою прибутку при вкладенні капіталу. Ця ефективна галузь залучає більшу масу капіталу, що призводить до структурних зрушень на ринку інвестиційних товарів.

Попит на товари починає перевищувати пропозицію, а їх ціни підвищуються. Висока ринкова ціна таких товарів є індикатором їх привабливості для інвесторів з точки зору віддачі інвестицій (доходу).

Перелив інвестицій у вказану галузь призведе, в кінцевому результаті, до розширення пропозиції даного інвестиційного товару і, як наслідок, до зниження його ціни. Інвестиції ж спрямовуються до нових високодохідних видів інвестиційних товарів.

Економічна теорія та практика країн з ринковою економікою відпрацювала різноманітні комплекси заходів впливу, що стимулюють або обмежують інвестиційний попит і пропозицію.

1.4. Інвестиційний клімат та фактори, що його утворюють

Інвестиційний клімат формується під впливом політичних, правових, економічних і соціальних чинників. Значимість кожного чинника в окремо взятій країні різна, оскільки це залежить від рівня економічного розвитку, історичних та національних тенденцій.

Для оцінки можна використати наступні узагальнюючі синтетичні показники:

– політична і фінансова стабільність;

– рівень загальноекономічного розвитку країни;

– рівень розвитку ринкової та інвестиційної інфраструктури;

– ємність внутрішнього ринку;

– вартість робочої сили;

– купівельна спроможність населення;

– рівень криміногенних, екологічних та інших ризиків.

П. Самуельсон звернув увагу на тісний взаємозв’язок та взаємозалежність заощадження і нагромадження (інвестування). Розглядаючи історичні особливості слаборозвинених країн, він зазначав «збереження старих феодальних традицій» щодо торгівлі, промисловості та ощадливості, в яких «якісна структура інвестицій часто хибна з точки зору національного розвитку». Багато обмежених заощаджень йде на створення скарбів із золота та коштовностей, розкішні житлові будинки, спостерігаються «…тенденції багатих прошарків накопичувати свої заощадження за кордоном – легальними і нелегальними шляхами», що робить недоступними їх використання національною економікою для внутрішнього розвитку.

Увесь комплекс чинників, що визначають інвестиційний клімат, можна поділити на три групи.

1) Інституціональні: внутрішня і зовнішня політична стабільність, національне законодавство в цілому і політика держави щодо іноземних інвестицій, господарське і фінансове право, міцність державних інститутів, український менталітет, ступінь державного втручання в економіку, культура.

Поведінка суб’єктів господарювання формується не тільки в умовах правового економічного поля, а й під впливом рівня усвідомленості, доступу до інформації і знань, культури та менталітету. Однією з особливих рис поведінки людини у нашому суспільстві, що протягом багатьох століть успадковується, є розкрадання. Ще Василь Розанов писав, що в Росії власність складається з таких понять, як «випросив», «подарував» або «обібрав»; власної праці тут дуже мало, і тому вона не має ваги і не шанується.

Економічну основу розповсюдження розкрадання як традиційного відтворювального елементу господарювання становить відсутність масової дрібної приватної власності. Історична практика цивілізованих країн Заходу засвідчує, що тільки поступовий, еволюційний відтворювальний процес формування приватної власності має майбутнє. Формування дійсно трудової приватної власності потребує часу. Пояснюється це тим, що нагромадження капіталу на базі трудової приватної власності досягається за рахунок заощаджень трудових доходів та їх розширеного відтворення протягом кількох поколінь. На базі трудової приватної власності формується філософія середнього класу, про яку так багато писали Макс Вебер, Тоуні і Зомбарт.

2) Економічні: загальна характеристика економіки, ємність фондового ринку, характеристика банківської сфери, стабільність національної валюти, ринкова та інвестиційна інфраструктура, інформаційна відкритість і традиційність, податки і тарифи, вартість робочої сили, доступ до факторів виробництва.

3) Соціально-психологічні: соціальний рівень розвитку суспільства, рівень кваліфікаційної підготовки робочої сили, доступ до факторів виробництва.

1.5. Інвестиційна сфера України

Відтік національного капіталу за кордон став найбільш поширеною і визначальною рисою сучасної економіки України. Іноземні інвестори знають про це краще за нас, тому ніхто не буде інвестувати економіку, де більше половини доходу розкрадається і вивозиться за кордон.

Відомо, що за чотири роки приватизації обсяг інвестицій в економіку України скоротився в 4 – 5 разів, а фізичне зношення основних засобів досягло 50 %, що є однією з причин спаду виробництва. За надійністю інвестування Україна займає 143 місце серед 170 країн світу. Тому в першу чергу постає питання про створення сприятливого інвестиційного клімату для вітчизняних та іноземних інвесторів.

Внаслідок корупції і невмілого керівництва економікою інвестиції, що фінансуються через міжнародні позики, нерідко стають непродуктивними. Спостерігається тенденція неповернення (розкрадання) кредитів, наданих під гарантії уряду. Доходи від таких «інвестицій» є низькими, їх не вистачає для покриття процента та основної суми боргу. Це призводить до невиконання зобов’язань за взяті позики і ще більше погіршує привабливість інвестиційного середовища.

Україні за останні три роки не вдалося отримати мінімально необхідний рівень інвестицій, а потреба у них, за різними оцінками, сягає 40 – 50 млрд. дол. США. Порівняно з іншими країнами з перехідною економікою Україна отримує найменше іноземних інвестицій від міжнародних фінансових організацій. Якщо для прикладу взяти Міжнародну фінансову корпорацію, то Україна в 1996 році отримала лише кредит у розмірі 10 млн. дол., тоді як десять європейських країн із перехідною економікою – понад 141 млн. дол. Складний інвестиційний клімат країн із перехідною економікою виступає причиною незначних інвестицій з боку міжнародної фінансової корпорації, тому їх діяльність обмежується технічною і консультаційною допомогою.

Коротка характеристика умов інвестування в Україні зводиться до наступного.

1. Успадкувавши від адміністративної системи метод розподільчих принципів, кошти «не продаються», як це відбувається при ринкових відносинах, а продовжують розподілятися Національним банком через комерційні банки шляхом надання кредитів, які, в свою чергу, різко піднімають ставку процента, штучно стимулюючи інфляцію. Якщо проаналізувати трьохрічну практику надання кредитів, то можна помітити наступну тенденцію: державні кошти через кредитування в безготівковій формі надходять на рахунки приватних підприємств, які потім потрапляють до приватних кишень у вигляді готівки. Комерційні банки надавали кредити державним підприємствам під великі проценти, а останні здійснювали відшкодування процентів за рахунок зростання собівартості, а, значить, через підвищення цін, які, в свою чергу, відшкодовувалися з кишені громадян. Такий механізм спрацьовує і сьогодні, тільки меншою мірою, оскільки держава все більше контролює рух фінансових коштів через Національний банк та інші засоби.

2. Економічні процеси в Україні мають кримінальну спрямованість., а тіньовий характер розподільчих і перерозподільчих відносин підриває всю систему зацікавленості, надійності та перспективності розвитку інвестиційної діяльності.

3. Закони про інвестиційну діяльність ні формально, ні змістовно не відповідають вимогам і потребам потенційних інвесторів в умовах ринкової економіки. Надто велика лібералізація економіки в умовах нерозвиненості державного регулювання, низької виконавчої дисципліни і відповідальності призвела до появи анархії і невизначеності в економіці.

4. Низький рівень державного управління призводить до надмірного втручання державних службовців у процес інвестування з метою задоволення власних потреб.

5. Основою такого явища, як тіньовий експорт капіталу, що зменшує вітчизняні інвестиційні можливості, є недовіра власників капіталів до економічного режиму, бажання приховати їх від непомірного оподаткування та посягань кримінальних структур.

6. Акумулювання вітчизняного капіталу за кордоном створює головну проблему – повернення їх у вигляді інвестицій в Україну. Це явище має суперечливу властивість. З одного боку, власники капіталу зацікавлені в поверненні коштів, оскільки норма прибутку в Україні з урахуванням можливостей офіційної і тіньової економіки значно перевищує норму прибутку від використання коштів за кордоном. З іншого – тіньовий характер капіталу стримує його повернення внаслідок високого ступеня ризику, що пов’язано з необхідністю обґрунтування характеру походження коштів, які використовуються для особистих цілей, закупівлі дорогої техніки, автомобілів, нерухомості тощо.

7. В Україні відсутня програма державного стимулювання іноземного інвестора через механізм участі в приватизації, який в Україні спрямований лише на приватизацію як на процес зміни власника, тоді як питання інвестицій залишаються поза увагою.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Дайте визначення та розкрийте сутність інвестицій.

2. Від яких факторів залежить обсяг інвестицій?

3. За якими ознаками класифікуються інвестиції?

4. Назвіть загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності в Україні.

5. Які складові частини входять до інвестиційного ринку?

6. Розкрийте зміст поняття «інвестиційний цикл» та дайте характеристику його трьох основних періодів.

7. Назвіть склад інвестиційного комплексу.

8. Дайте характеристику тендерних торгів.

9. Охарактеризуйте систему відносних показників інвестиційної привабливості.

10. Назвіть фактори, які утворюють інвестиційний клімат.

11. Охарактеризуйте умови інвестування в Україні.

Тести для проведення контролю

1. Інвестиції – це:

а) усі види майнових цінностей, що вкладаються в об’єкти підприємницької діяльності, в результаті якої створюється прибуток;

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

в) вкладення грошових коштів, цінних паперів, нерухомого майна в об’єкти підприємницької діяльності з метою збільшення капіталу;

г) вкладення технічних, технологічних та інших знань в об’єкти підприємницької та інших видів діяльності з метою отримання прибутку, право користуватися землею.

2. Інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави, спрямованих на:

а) отримання доходу або прибутку;

б) реалізацію інвестиційних програм;

в) реалізацію інвестиційних програм з метою отримання доходу або прибутку;

г) вкладення коштів в об’єкти інвестування, розташовані в територіальних межах даної країни.

3. Інвестиційний ринок складається із:

а) ринку об’єктів реального інвестування та фондового ринку;

б) фондового ринку, ринку нерухомості, ринку інструментів фінансового інвестування;

в) ринку об’єктів приватизації, ринку об’єктів реального інвестування та грошового ринку;

г) ринку об’єктів реального інвестування та ринку інструментів фінансового інвестування.

4. Виберіть найбільш повну відповідь. З метою визначення інвестиційної привабливості використовуються наступні загальноекономічні показники:

а) рентабельність, стан сировинної бази;

б) розмір земельної площі, яку займає підприємство, кількість контрактів із постачальниками, загальний обсяг чистого і балансового доходу;

в) залишкова та відновлювальна вартість основних фондів, стан сировинної бази, загальний обсяг чистого та балансового доходу, рентабельність, розмір земельної площі, яку займає підприємство;

г) рентабельність, кількість замовників продукції, стан сировинної бази.

Глава 2. Суб'єкти інвестиційної діяльності

2.1. Класифікація суб’єктів інвестиційної діяльності.

2.2. Економічні засади взаємодії різних груп інвесторів.

2.3. Держава як суб’єкт інвестиційної діяльності.

2.4. Державне регулювання інвестиційної діяльності.

2.5. Організаційна структура та форми діяльності інвестиційних компаній.

2.6. Розвиток інвестиційних компаній в Україні.

Ключові слова: суб’єкти інвестиційної діяльності, учасники інвестиційної діяльності, класифікація інвесторів, стратегічний інвестор, портфельний інвестор, державний інвестор, держава-інвестор, інвестиційна концесія, регулювання інвестиційного процесу, реструктуризація, кредитна експансія, державний кредит, інвестиційні банки, інноваційний фонд, інвестиційні компанії, акції.

2.1. Класифікація суб’cктів інвестиційної діяльності

До суб’єктів інвестиційної діяльності віднесено інвесторів та учасників інвестиційної діяльності, які забезпечують здійснення інвестицій.

Суб’єктом інвестиційної діяльності є інвестор, який приймає рішення про вкладення власних, позикових або залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об’єкти інвестування. Іншими словами, інвестор відмовляється від задоволення нагальних потреб у розрахунку на очікуване задоволення їх у майбутньому, але вже в більших розмірах.

Суб’єктами інвестиційної діяльності (інвесторами та учасниками) можуть бути громадяни і юридичні особи України та іноземних країн, а також держави в особі урядів.

Учасники інвестиційної діяльності – громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора. Інвестор визначає мету, спрямованість та обсяги інвестицій і залучає для їх реалізації на договірних засадах будь-яких учасників інвестиційної діяльності, в тому числі й шляхом організації конкурсів і торгів. Держава і посадові особи не вправі втручатися в договірні відносини учасників інвестиційної діяльності понад своєї компетенції.

Як передбачено законодавством, інвестори можуть виступати в якості:

– покупців (якщо вони купують страхові поліси, ощадні сертифікати комерційних банків і т.д.);

– продавців;

– замовників (під час укладення договору-підряду на будівництво);

– кредиторів.

Інвесторам в умовах ринку надається широке коло повноважень відповідно до їх економічної самостійності. Це, перш за все, визначення цілей, спрямованості, видів та обсягів інвестицій, визначення складу інших учасників інвестиційної діяльності (рис. 2.1). Законодавством передбачена заборона втручання державних органів та посадових осіб у реалізацію договірних відносин між суб’єктами інвестиційної діяльності.

Рис. 2.1. Класифікація суб’єктів інвестування

Суб’єкти інвестиційної діяльності реалізують власні економічні інтереси, вступаючи у певні взаємовідносини на інвестиційних ринках. Ці ринки регулюють процес обміну інвестиціями та інвестиційними об’єктами.

2.2. Економічні засади взаcмодії різних груп інвесторів

Інвестиційні можливості економіки, що нормально функціонує, визначаються мотивацією різних груп інвесторів.

В основі інвестиційної діяльності приватних інвесторів лежить їх ставлення до рівня власного добробуту та заощадження.

На початку 20-го сторіччя Ірвіном Фішером була розроблена теорія заощаджень та добробуту, який зробив ряд припущень щодо заощадження та споживання домогосподарств.

1. Початковий добробут, потік та процент прибутку є головними чинниками, що визначають пересічне життєве споживання домогосподарств і визначають усі життєві ресурси.

2. Споживання не залежить від тимчасової структури прибутку.

3. Зміни у прибутку за певний рік можуть лише несуттєво впливати на всі життєві ресурси, а, отже, і на споживання у будь-якому році.

4. Майбутній прибуток матиме значення для поточного споживання і впливає на всі життєві ресурси.

5. Домогосподарства будуть розподіляти свій життєвий прибуток між роками так, щоб одержати найбільше задоволення.

Мілтон Фрідман (теорія перманентного прибутку) у 50-і роки додав до теорії Фішера припущення про те, що домогосподарства бажають мати сталий рівень споживання весь час і, зрозуміло, хочуть мати його настільки великим, наскільки можуть це дозволити. Найбільший рівень споживання, що можуть собі дозволити домогосподарства, – це ануїтет (щорічні постійні грошові надходження) усіх життєвих ресурсів.

Цей ануїтет Фрідман назвав перманентним прибутком і довів, що щорічне споживання домогосподарств буде дорівнювати їх перманентному прибутку.

Заощадження, за Фрідманом, є різницею між щорічним прибутком, що спостерігається (дійсним) і перманентним прибутком. Перманентний прибуток є константою (як і всі життєві ресурси), тому споживання теж є постійним. Флуктуації прибутку, що спостерігаються, викликають зміни не у споживанні, а у заощадженні. Високоприбуткові роки, в які прибуток, що спостерігається, вищий перманентного, будуть також роками високого рівня заощаджень, і навпаки. Добробут буде зростати у високоприбуткові роки та зменшуватися у низькоприбуткові.

Франко Модігліані (гіпотеза життєвого циклу) припустив, що домогосподарства бажають розділити своє споживання рівномірно протягом усього життя, але з тенденцією до підвищення. Він також припустив, що трудові прибутки домогосподарства протягом життя мають вигляд горба з пологим і крутим боками. Прибутки зростають до виходу господарів на пенсію, після – знижуються досить різко.

Домогосподарства мають від’ємне заощадження та малоприбуткові роки на початку трудової діяльності господарів, високе заощадження та високоприбуткові роки у середині, від’ємне заощадження та малоприбуткові роки з виходом господарів на пенсію. Добробут на початку падає нижче нуля, бо домогосподарства позичають під майбутні прибутки, після цього піднімається до піка, потім – падає до нуля.

Сьогодні всі три теорії утворюють єдину перманентно-прибуткову теорію життєвого циклу, яка є теоретичною основою вивчення інвестиційної діяльності приватних інвесторів.

Розглянемо дві основні теорії, що застосовуються для пояснення інвестиційної діяльності нефінансових фірм (підприємницька інвестиційна діяльність), – теорію граничної ефективності інвестування (теорію Кейнса) та теорію Тобіна.

При поясненні інвестиційної діяльності фірм Кейнс у своїй праці «Загальна теорія зайнятості, процента та грошей» виходив із припущення, що фірми намагаються максимізувати прибуток у будь-якому році, що розглядається. З точки зору інвестування, фірма повинна знайти для себе такий рівень активів та заборгованості, який буде максимізувати її прибуток. Фірма обмежена у виборі цього рішення двома чинниками.

По-перше, рівень її заощаджень є постійним протягом короткого терміну, тому, купуючи додаткові активи (інвестуючи), фірма змушена запозичати кошти.

По-друге, у фірми є тільки обмежений список нових активів, про які вона має достатню інформацію. Якщо фірма розмістить усі свої потенційні активи у порядку їх прибутковості, а вартість запозичених коштів на період інвестування буде постійною, то інвестиційна діяльність фірми може бути представлена графіком, зображеним на рис. 2.2.

Рис. 2.2. Інвестиційна діяльність фірми за теорією граничної ефективності

Похила випукла лінія на графіку відома як лінія граничної ефективності інвестування. Вартість ресурсів (фондів) фірми показана горизонтальною лінією, де ro – процентна ставка кредитного ринку.

Фірма, що максимізує прибуток, буде інвестувати у нові активи та позичати для цього нові ресурси, поки прибуток від кожного нового активу буде більшим, ніж вартість позичених коштів. Тому будь-яка фірма буде нарощувати інвестиції до того обсягу, який відповідає тій точці на графіку, де лінія граничної ефективності інвестування перетинає лінію вартості позичених коштів (лінію вартості ресурсів). Ця точка буде визначати оптимальний рівень інвестицій фірми.

Джеймс Тобін розвинув альтернативну теорії Кейнса версію. Він припустив, що менеджери фірм намагаються максимізувати ринкову вартість акціонерного капіталу, а не поточного прибутку.

Ринкова вартість власного капіталу фірми визначається як різниця між ринковою вартістю активів та всіх боргів. Для фірм, акції яких обертаються на ринку цінних паперів, цей показник дорівнює добутку кількості акцій на їх ринкову ціну. Економісти визначають вартість власного капіталу фірми через ринкову оцінку всіх очікуваних прибутків акціонерів, тобто дисконтовану вартість поточних та майбутніх прибутків фірми.

За теорією Тобіна, фірма може намагатися знайти такий обсяг активів та боргів, який буде максимізувати ринкову вартість її власного капіталу. При цьому вона матиме такі ж обмеження, що й у теорії Кейнса: скінчену множину активів, про які фірма добре інформована, та необхідність фінансування додаткових активів шляхом запозичення капіталу.

Фірма буде підтримувати покупку активів (інвестувати) та запозичати капітал, поки кожний новий придбаний актив збільшує ринкову вартість акціонерного капіталу.

Це твердження може уточнюватися за допомогою так званого коефіцієнта Тобіна (звичайно позначається символом q), що є відношенням ринкової вартості активів фірми (інвестиційних проектів) до ціни їх купівлі (дійсної вартості витрат на інвестиції). Фірма буде додавати активи доти, поки їх коефіцієнт q буде більшим 1,0. Якщо фірма розташує покупку нових активів за порядком їх коефіцієнтів q, тоді інвестування фірми можна представити графічно (рис. 2.3).

Рис. 2.3. Інвестиційна діяльність фірми за теорією Тобіна

Як видно з рис. 2.3, фірма буде купувати нові активи доти, доки коефіцієнт q не досягне одиниці. Додаткова ринкова вартість акціонерного капіталу, одержана від інвестування, еквівалентна площі між кривою q та горизонтальною прямою q = 1.

Інвестиційна діяльність фінансових інститутів, як і діяльність нефінансових фірм, також може описуватися за допомогою теорій Кейнса або Тобіна. Суттєва відміна цієї групи інвесторів полягає в тому, що вони інвестують не у матеріальні, а фінансові активи. Такі фірми можуть максимізувати прибуток шляхом нових кредитів (або купівлі фінансових активів) до певної межі – на графіку до тієї точки, де горизонтальна лінія термінових депозитів (позикового капіталу) буде перетинати лінію прибутку за новими фінансовими активами.

Розрізняють економіки з нульовими чистими інвестиціями, чисті інвестиції з достатніми та від’ємними величинами. Суспільство з нульовими чистими інвестиціями характеризується умовами, при яких економіка не зростає і запаси капіталу залишаються сталими. В економіці з достатніми сталими інвестиціями відбувається класичне розширене відтворення, повністю відтворюються елементи основного та оборотного капіталу, а також капіталізується частина національного доходу. А якщо чисті інвестиції становлять від’ємну величину, тоді в економіці не забезпечується відтворення зношених засобів виробництва новими, відбувається скорочення товарних запасів, суспільство споживає більший за обсягом чистий продукт, ніж виробляє. Сучасна економіка України якраз і відображає стан суспільства з від’ємною величиною чистих інвестицій.

2.3. Держава як суб’скт інвестиційної діяльності

Держава виступає в ролі інвестора за наступних умов:

– як інвестор – бере на себе функції інвестора тих галузей економіки і виробництв, продукція яких має загальнонаціональний характер і відповідно до законодавства може вироблятися на державних підприємствах або підприємствах, приватизація яких проводитиметься найближчим часом;

– фінансування тих галузей та виробництв, де держава є замовником та споживачем продукції (оборонна промисловість, об’єкти державної інфраструктури, магістралі, термінали);

– функції інвестора в соціальній сфері, особливо при фінансуванні продукції агропромислового комплексу;

– держава тимчасово може інвестувати ті виробництва, де спостерігається спад виробництва (агрегати, вузли, запасні частини, які споживаються вітчизняними підприємствами);

– держава може інвестувати розвиток виробництв, доцільність яких обґрунтовується ринковою кон’юнктурою (з метою отримання прибутку).

Зростаюче недофінансування сектора економічної інфраструктури державою, з одного боку, та все більш низька ефективність функціонування державних підприємств у даному секторі – з іншого, обумовили пошук урядами багатьох країн світу виходу із становища, що склалося.

Приблизно в один і той же час (70-і роки) багато з них прийшли приблизно до однакового висновку про необхідність залучення до сектора економічної інфраструктури приватного капіталу, конкретні способи та умови якого досить різноманітні:

– приватизація об’єктів економічної інфраструктури;

– контракти на управління цими об’єктами приватними структурами;

– лізинг об’єктів;

– створення спільних підприємств за участю державних та приватних структур в секторі економічної інфраструктури;

– державні концесії і т.д.

Найбільш радикальним способом із перерахованих вище є приватизація, однак вона пов’язана з високими ризиками як для держави, так і приватних структур, може породжувати великі витрати для суспільства, створювати політичну спрямованість економічних перетворень.

Найменш «революційною» формою залучення приватних структур є контракти на управління об’єктами економічної інфраструктури, але при цьому фінансування створення самих об’єктів, як і раніше, здійснюється з державного бюджету, що не викликає радикального оздобровлення державних фінансів. Проміжне положення замають такі форми, як лізинг, спільні підприємства та державні концесії.

Державні концесії буквально передбачають передачу (уступку) державою своїх прав приватній структурі на здійснення тих чи інших господарських операцій на обумовлений термін.

У секторі економічної інфраструктури передаватися (уступатися) можуть:

– уже створені за рахунок держави об’єкти для їх експлуатації (використання) приватними інфраструктурами (операційна концесія);

– права на створення таких об’єктів та їх подальшу експлуатацію (інвестиційна концесія).

У реальному житті найчастіше мають місце змішані форми концесії. Наприклад, держава передає приватній структурі автомобільну дорогу, але з вимогою її реконструкції та розширення. Чи мова може йти про передачу одного об’єкта (наприклад, автомобільної дороги) з умовою, що приватна компанія побудує протягом року ще один об’єкт (дорогу).

Зрозуміло, що будь-яка інвестиційна концесія має для приватної компанії значення тільки в тому випадку, якщо створений об’єкт буде нею експлуатуватися (тобто, ця концесія є одночасно операційною). Класична форма державної концесії в секторі економічної інфраструктури – концесія на основі так званого контракту ВОТ (Build, Operate, Transfer). Як видно із назви контракту, приватна структура, що виступає концесіонером, здійснює будівництво об’єкта (Build), його експлуатацію (Operate) та передачу державі після закінчення терміну концесії (Transfer). Інколи під абревіатурою ВОТ розуміється будівництво об’єкта, володіння ним протягом певного (концесійного) періоду (Own) і подальша передача його державі.

Зустрічається також абревіатура ВООТ (Build, Own, Operate, Transfer). За контрактом ВООТ після завершення будівництва об’єкта здійснюється одночасно і володіння ним, і його експлуатація протягом концесійного періоду. Усі ці назви контрактів (ВОТ, ВООТ) нерідко називають «формулою Озала», бо вони виникли в Турції на початку 80-х років та були розроблені урядом, який очолював Тургат Озал.

Сьогодні існує багато інших формул та абревіатур, за якими стоять інші контрактні умови та відношення між державою і приватними структурами в галузі економічної інфраструктури (а також інших галузей економіки). Деякі з них наведені у таблиці 2.1.

Держава впливає на інвестиційну діяльність як прямо через державний сектор економіки, так і опосередковано – через свої інститути (органи виконавчої влади, Національний банк, Фонд державного майна, Інноваційний фонд, інші позабюджетні фонди, антимонопольний комітет, органи держарбітражу).

Таблиця 2.1

Назви та умови деяких контрактів

FBOOT (Finance, Build, Own, Operate, Transfer) Фінансування, будівництво, володіння, експлуатація, передача

BOO (Build, Own, Operate) Будівництво, володіння, експлуатація

BOL (Build, Operate, Lease) Будівництво, експлуатація, лізинг

DBOM (Design, Build, Operate, Maintain) Проектування, будівництво, експлуатація, ремонт

DBOT (Design, Build, Operate, Deliver) Проектування, будівництво, експлуатація, передача

BOD (Build, Operate, Deliver) Будівництво, експлуатація, передача

BOOST (Build, Own, Operate, Subsidies, Transfer) Будівництво, володіння, експлуатація, субсидування, передача

BRT (Build, Rent, Transfer) Будівництво, оренда, передача

BTO (Build, Transfer, Operate) Будівництво, передача, експлуатація

BLT (Build, Lease, Transfer) Будівництво, лізинг, передача

ROT (Rehabilitate, Operate, Transfer) Відновлення, експлуатація, передача

ROO (Rehabilitate, Own, Operate) Відновлення, володіння, експлуатація

AOT (Add, Operate, Transfer) Технічна реконструкція або розширення об’єкта, експлуатація, передача

LAO (Lease,. Add, Operate) Лізинг, технічна реконструкція чи розширення об’єкта, експлуатація

2.4. Державне регулювання інвестиційного процесу

Залежно від стану економіки (рівня інфляції, дефіцитності) використовуються різні концепції державного регулювання.

Відомо, що в розвинених країнах існує добре відпрацьована законодавча система захисту інтересів приватних інвесторів, що, в свою чергу, стимулює трансформацію інформації про окремі компанії у вартість їх акцій, і це призводить до того, що ціни на них змінюються вільно.

У країнах із перехідною економікою ситуація дещо інша. Саме проблема недостатнього ступеня законодавчого захисту приватних інвесторів може служити ще одним поясненням взаємопов’язаного руху котировок на фондовому ринку. Цей висновок збільшує достовірність того, що неефективна політична та законодавча системи можуть зробити збір та аналіз інформації про конкретні компанії відносно незначним для прийняття рішення про інвестування в їх акції.

Створення фондових ринків у країнах із перехідною економікою не гарантує більш ефективного розподілу капіталу між фірмами. Отже, фондовий ринок може забезпечити необхідний рух капіталу до конкретних ефективних фірм, але лише в тих країнах, уряд яких незначною мірою корумпований, а законодавчі системи надійно захищають права власності приватних акціонерів.

Практика надання економічно необґрунтованих податкових пільг (найбільш яскраво проявляється в кількості створених вільних економічних зон, пріоритетних галузях та конкретних підприємствах) не сприяє ефективності інвестицій.

Недостатність коштів призводить до ручного управління державними фінансами, не дозволяє планувати і підтримувати навіть середньострокові пріоритети бюджетної та економічної політики.

Із розвитком ринкової економіки функції прямого впливу держави на інвестиційний процес будуть звужуватися, що дозволить більше уваги зосередити на методах опосередкованого впливу, які держава реалізує через свої інститути як учасник інвестиційного процесу.

Формами опосередкованого впливу держави на інвестиційний процес є:

– державне кредитування;

– державні позики;

– роздержавлення та приватизація;

– податкове регулювання;

– амортизаційна політика;

– державний лізинг;

– ліцензування і квотування;

– антимонопольні заходи;

– стандартизація.

Захист національного інвестиційного ринку називається протекціонізмом, який здійснюється за допомогою:

– високих митних зборів на товари, що імпортуються;

– податки на іноземні інвестиції;

– обмеження або заборону ввозу окремих товарів;

– заохочення розвитку національного товаровиробника;

– субсидіювання національного інвестора.

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату, інвестиційної привабливості окремих галузей чи регіонів здійснюється через:

– податкові пільги чи канікули;

– пільгові кредити;

– державні субсидії;

– заохочення створення підприємств з іноземними інвестиціями, міжнародних концернів і консорціумів, вільних (офшорних) зон.

Окремим напрямом держаного регулювання є регулювання ринку цінних паперів (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Державне регулювання ринку цінних паперів

Мета Методи Результат

Сприяння розвитку привабливого інвестиційного середовища - сприятливе та стале законодавство- державний моніторинг- розкриття інформації- розвинена інфраструктура- захист інвесторів Залучення внутрішніх та іноземних інвестицій

Обмеження інфляції - розвиток ринку державних цінних паперів- емісія цінних паперів органами місцевого самоврядування- продаж державних пакетів акцій інвестиційно привабливих підприємств - покриття дефіциту бюджету- збереження накопичень громадян- стабілізація курсу національної валюти- реалізація регіональних соціальних програм

Реструктуризація - приватизація- використання механізму банкрутства- конкуренція- ефективний менеджмент - пожвавлення підприємницької діяльності- збільшення кількості робочих місць- збільшення доходів бюджету

Інтеграція в міжнародні фінансові ринки - впровадження міжнародних стандартів діяльності професійних учасників ринку в Україні- обіг іноземних фінансових інструментів в Україні та українських за межами України- міжнародне співробітництво - доступ на міжнародні ринки капіталів- зміцнення міжнародного авторитету- зближення національних законодавств- раціоналізація ринку

Соціальна стабільність у суспільстві - аналіз соціально-економічних аспектів- захист прав власності- розвиток інститутів спільного інвестування- інформування та освіта населення - довіра населення до ринку та держави- збільшення накопичень громадян- прогнозованість соціально-економічного розвитку

Фінансово-кредитна система, її вплив на інвестиційний процес

Фінансово-кредитна система – це складна система, до якої входять різні структури: банки (національні, комерційні, інвестиційні, ощадні); біржі (товарні, фондові, трудові); торгово-посередницькі фірми; комерційні центри; страхові, брокерські, дилерські компанії; інвестиційні інститути як спеціалізовані учасники фондового ринку; пенсійні фонди.

Грошово-кредитне регулювання економіки здійснюється через НБУ шляхом регулювання попиту і пропозиції на залучені кошти. Грошово-кредитна політика НБУ залежно від стану економіки проводиться або в формі кредитної експансії, або кредитної рестрикції.

Кредитна експансія проводиться в період економічного спаду, коли необхідно активізувати кон’юнктуру ринку, розширити обсяги виробництва, збільшити зайнятість тощо.

Кредитна експансія – інтенсивне розширення кредитних операцій з метою отримання прибутку. Вона включає зниження офіційних ставок центральних банків і розширення лімітів на їх облікові та ломбардні операції, зміну норм обов’язкових резервів (або їх скасування) кредитних установ, купівлю цінних паперів на відкритому ринку, розширення купівлі у комерційних банків іноземної валюти і зниження процентної ставки за цими операціями, скасування кількісних обмежень на кредити.

Політика кредитної рестрикції проводиться з метою стримання інвестиційної діяльності. Подорожчання кредитних ресурсів змушує інвесторів вкладати тільки в найбільш ефективні, прибуткові проекти, сприяє росту державних інвестицій, залученню коштів на депозити фінансово-кредитних установ.

НБУ проводить і операції на фондовому ринку, тобто здійснює продаж та купівлю державних цінних паперів (облігацій, казначейських зобов’язань).

У світовій практиці операції з цінними паперами вважаються найдієвішими методами грошово-кредитного регулювання економіки. З метою кредитної експансії центральні банки купують державні цінні папери і, навпаки, продають їх, коли прагнуть обмежити розширення кредиту комерційних банків.

Центральні банки опосередковано впливають на інвестиційну діяльність і через регулювання норми обов’язкових або мінімальних резервів. Цей метод полягає у встановленні комерційним банкам норм обов’язкових резервів у вигляді певного проценту від суми їх депозитів, що зберігаються у нього на рахунках. При збільшенні норм обов’язкових резервів зменшується розмір кредитних ресурсів і, навпаки, при їх зниженні комерційні банки отримують можливість для розширення кредитних операцій, збільшення частки довгострокових кредитів, стимулюючи тим самим інвестиційний процес.

Система довгострокового кредитування за рахунок централізованих ресурсів НБУ

Державний кредит надається об’єктам, перелік яких розробляється Міністерством економіки та затверджується Кабінетом Міністрів. Перелік комерційних банків, які здійснюють таке кредитування, складає Міністерство фінансів, воно ж укладає з ними договори і доводить до них та до позичальників обсяги державного кредиту та плани фінансування.

Державне довгострокове кредитування здійснюється в основному Укрінвестбанком та Укрсоцбанком.

Банки є фінансово-кредитними установами, які обслуговують рух капіталів та грошей. Функції банків наступні:

– залучення та розміщення грошових вкладів і кредитів;

– фінансування капітальних вкладень за дорученням власників або розпорядників інвестованих коштів;

– випуск платіжних документів і цінних паперів (чеків, акредитивів, акцій, облігацій, векселів);

– купівля, продаж і зберігання цінних паперів;

– придбання права вимоги до поставки товарів і надання послуг, прийняття виконання таких вимог та їх інкасація (факторинг);

– довірчі операції (залучення та розміщення коштів, управління цінними паперами) за дорученням клієнтів;

– надання консультаційних послуг.

Банки здійснюють зазначені операції у межах, встановлених їх статутами та ліцензіями НБУ.

Статутний фонд акціонерного банку може формуватися тільки за рахунок власних коштів акціонерів. Забороняється збільшувати статутний капітал і створювати нові банки за рахунок нерозподілених прибутків або коштів інших фондів. Не можна робити внески за рахунок бюджетних, кредитних і заставних коштів.

Інвестиційні банки – спеціалізовані кредитно-фінансові інститути, які спеціалізуються на операціях із цінними паперами з метою залучення коштів, здійснення довготермінового кредитування і фінансування підприємств різних галузей народного господарства.

Інвестиційний банк виконує наступні функції:

– емісія цінних паперів;

– погодження умов та видів позик (облігацій, акцій);

– випуск і розміщення цінних паперів, у тому числі за власний рахунок;

– гарантія емісії (зобов’язання купити нереалізовану частину випущених цінних паперів);

– надання звичайних і довготермінових кредитів інвесторам;

– консультаційні послуги.

У сучасних умовах інвестиційні банки, пов’язані з комерційними через вкладання залучених внесків у прибуткові операції з цінними паперами підприємств, надають їм кредити під заставу цінних паперів.

Значний вплив на розширення інвестиційної діяльності, особливо в перехідний період, має Фонд державного майна України, на який покладено:

– захист майнових прав України на її території та за кордоном;

– здійснення повноважень щодо проведення приватизації майна загальнодержавної власності;

– сприяння процесу демонополізації економіки та створення умов для конкуренції виробників;

– розробка і контроль за проектами державних програм приватизації.

При цьому Фонд є власником тої частини акцій акціонерних товариств, яка не була реалізована в процесі приватизації. На нього покладено повноваження щодо створення комісій з приватизації, видачі ліцензій посередникам, залучення іноземних інвесторів до процесу приватизації шляхом укладання з ними або їх посередниками договорів.

Фонд розробляє нормативні акти з питань управління державним майном, проводить інвентаризацію, здійснює аудиторські перевірки ефективності його використання, складає кошторис витрат позабюджетного фонду і контролює їх використання.

Невід’ємним учасником процесу роздержавлення майна в Україні впродовж п’яти років була Національна мережа центрів сертифікатних аукціонів, а з квітня 1999 р. – Державна акціонерна компанія «Національна мережа аукціонних центрів», яка створена з метою подальшого забезпечення процесу приватизації, сприяння розвитку фондового ринку, підтримки підприємництва та прискорення економічних реформ в Україні. ДАК «Національна мережа сертифікатних аукціонів» має у розпорядженні централізовані бази даних за результатами аукціонів за приватизаційні папери та грошові кошти, в яких зберігається інформація про власників акцій приватизованих підприємств на більш ніж 7 тисяч підприємств, які провели первинне розміщення акцій через мережу аукціонних центрів. Поєднуючи інформаційні та телекомунікаційні можливості, компанія надає наступні інформаційно-консультаційні послуги:

– підготовка підприємств до приватизації;

– надання статистичної та аналітичної інформації про аукціони і підприємства, пакети яких пропонувалися для продажу через мережу аукціонних центрів;

– інформаційно-аналітична підтримка учасників фондового ринку та потенційних інвесторів;

– розробка проектів реструктуризації;

– розробка бізнес-планів інвестиційних проектів, інвестиційних меморандумів;

– проведення маркетингових досліджень та аналіз конкурентоспроможності;

– впровадження системи управління фінансами;

– аналіз структури факторів прибутковості підприємств та розробка програми зменшення витрат;

– експертна оцінка майна.

Протягом усього періоду функціонування основним видом діяльності компанії було забезпечення виконання Державних програм приватизації щодо проведення аукціонів за приватизаційні папери, а пізніше – за грошові кошти. Сьогодні відбувається приватизація не тільки за грошові кошти, а й проводяться відкриті торги з продажу майна, що перебуває у державній власності, об’єктів незавершеного будівництва, пакетів акцій.

Спеціалісти компанії вивчають та аналізують інвестиційні потреби регіонів України. Інформація про підприємства консолідується в базі даних інвестиційних пропозицій та бізнес-планів. Для представлення інвестиційних проектів зарубіжним партнерам створена та діє програма «Інвестиційний міст», основною метою якої є впровадження механізму ознайомлення реального інвестора з інвестиційними можливостями та потенціалом українських підприємств.

Усі пропозиції щодо інвестиційних проектів розкривають сутність інвестиційної пропозиції, її ринкову орієнтацію, бажану форму участі інвестора, реальну вартість проекту, прогнозовані обсяги виробництва, а також дозволяють проаналізувати фінансовий стан підприємства.

Програма «Інвестиційний міст» продовжила розробку та впровадження проекту щодо створення Системи маркетингової інформації, яка впроваджується з метою:

– реалізації комплексу заходів з удосконалення руху товарів та послуг від виробника до споживача;

– забезпечення для виробників товарів та послуг можливості оперативного отримання обробленої та систематизованої інформації про товарний ринок;

– підтримки та розвитку приватного підприємництва.

Чітко організована Система реально працюючих підприємств з інформацією щодо комерційних пропозицій в поєднанні з консультаційною підтримкою дадуть позитивний результат щодо налагодження прямих господарських зв’язків, а отже, сприятимуть фінансовому оздоровленню підприємств.

Значний вплив на інвестиційну діяльність мають позабюджетні фонди, через які держава формує додаткові джерела фінансування: Державний інноваційний фонд, Фонд сприяння зайнятості, Пенсійний фонд.

Державний інноваційний фонд створено для фінансування та матеріально-технічної підтримки заходів щодо забезпечення розвитку і використання досягнень науки і техніки. Формується Інноваційний фонд за рахунок відрахування підприємствами 1 % від фактичного обсягу реалізації продукції, робіт та послуг (з відрахуванням податку на додану вартість і акцизного збору) за попередній місяць. Розрахована сума відрахувань відноситься на собівартість продукції. Торгові, постачально-збутові, посередницькі організації роблять внески, виходячи із розміру валового доходу.

Зібрані Інноваційним фондом кошти розподіляються галузевими спеціальними фондами позабюджетних коштів – 70 % та обласними відділами фонду – 30 %. Кошти Інноваційного фонду повинні бути джерелами:

– розвитку технічної і технологічної бази підприємств;

– оновлення виробничих фондів;

– впровадження нових матеріалів, які б відповідали сучасним вимогам.

2.5. Організаційна структура та форми діяльності інвестиційних компаній

Інвестиційні компанії – це нова форма кредитно-фінансових інститутів, що активно почали розвиватися в західних країнах у повоєнні роки, хоча існувала і в довоєнний період.

Інвестиційні компанії шляхом випуску власних акцій залучають грошові кошти, які потім вкладають у цінні папери промислових та інших корпорацій. Таким чином, за рахунок придбання цінних паперів вони здійснюють нарівні з іншими кредитно-фінансовими інститутами фінансування різних галузей економіки.

Нині інвестиційні компанії поділяються на два типи: закриті та відкриті.

Інвестиційні компанії закритого типу здійснюють випуск своїх акцій у певній кількості. Новий покупець може купити їх у попередніх утримувачів за ринковою ціною.

Інвестиційні компанії відкритого типу, які називаються взаємними фондами, випускають свої акції поступово, певними частинами, в основному новим покупцям. Ці акції, як правило, можуть передаватися або продаватися. Більш зручна організаційна форма – компанії відкритого типу, бо постійна емісія дозволяє їм збільшувати власний грошовий капітал і таким чином постійно нарощувати інвестиції в цінні папери корпорацій.

Особливість інвестиційних компаній полягає в тому, що серед їх покупців зростає частка кредитно-фінансових закладів і торгово-промислових корпорацій.

Кожний інвестор інвестиційного фонду повинен платити комісійні при купівлі для нього акцій та управлінні внеском. Розмір комісійних різним компаніям і залежить, як правило, від фінансової могутності і репутації компанії. У повоєнні роки в розвинених капіталістичних країнах найбільш швидкими темпами зростали компанії відкритого типу (взаємні фонди). У цілому розвиток інвестиційних компаній тісно пов’язаний із динамікою та масштабністю ринку цінних паперів: чим вищий рівень розвитку ринку цінних паперів, тим вище рівень розвитку інвестиційної компанії. Тому найбільшого розвитку вони набули в промислово розвинених капіталістичних країнах, особливо в США, Канаді, Англії, ФРГ, Японії.

Основою пасивних операцій інвестиційних компаній є залучені грошові кошти від реалізації власних цінних паперів, акціонерний капітал, резервний фонд, нерухомість компанії.

Активні операції інвестиційних компаній мають певну специфіку і відрізняються від операцій інших небанківських кредитно-фінансових інститутів. Справа в тому, що основні грошові кошти, отримані від продажу власних акцій, інвестиційні компанії обох типів вкладають в акції різноманітних корпорацій і компаній. Майже 80 % активів інвестиційних компаній становлять акції. В останні роки інвестиційні компанії диверсифікують власну діяльність, вкладаючи кошти в облігації корпорацій. Специфіка вкладень полягає в тому, що одні компанії концентрують свої інвестиції в прості акції, інші – в привілейовані, треті – в облігації. Крім того, існує галузева спеціалізація, коли компанія купує цінні папери, наприклад, тільки, залізничних чи машинобудівних компаній, автомобільних чи електронних корпорацій.

Розвиток інвестиційних компаній залежить від стану ринку цінних паперів, в основному акцій. Тому часті коливання їх курсів впливають на фінансовий стан інвестиційних компаній. Падіння курсів акцій, і особливо біржові крахи, уповільнюють їх розвиток, а іноді призводять до банкрутств. У США в середині 70-х – на початку 80-х років темпи їх розвитку суттєво знизилися, а деякі компанії збанкрутіли. При цьому розмір активів інвестиційних компаній суттєво знизився.

Інвестиційні компанії залучають до інвестиційної діяльності широкі верстви населення, тобто дрібного інвестора. Завдяки цьому вдається, по-перше, мобілізувати значні кошти для капіталовкладень в економіку, по-друге, створити певну ілюзію, що можна стати володарем акцій і таким чином власником. З цією метою ціни на цінні папери встановлюються низькі, доступні для середніх верств населення. У США, наприклад, вони коливалися в повоєнні роки від 2 до 20 – 30 дол. Звичайно дрібного інвестора залучають у періоди біржового буму, коли курси акцій зростають. Однак в умовах погіршення кон’юнктури (особливо при біржових крахах) вони, як правило, несуть найбільші збитки. Практика західних країн показує, що основними вкладниками є великі індивідуальні та колективні інвестори, а контроль за діяльністю інвестиційних компаній здійснюють найбільші акціонери.

У 70-і роки виникли нові інвестиційні компанії відкритого типу, які отримали назву взаємних фондів грошового ринку (Money Market Mutual Funds). Такий вид інвестиційних компаній отримав розвиток, в основному, в США і Канаді. Їх назва обумовлена тим, що вони працюють на ринку цінних паперів в основному з короткостроковими цінними паперами. Як і інші фонди відкритого типу, вони теж випускають акції. Однак їх акції дуже дешеві (1 дол. за акцію). При цьому вартість акцій не змінюється в результаті коливань позикового процента, і тому мають тверді ціни. Це зумовило широкий приплив клієнтів до таких фондів, забезпечивши їм досить великі накопичення. Так, активи фондів грошового ринку в США з нуля в 1970р. виросли до 200 млрд. дол. у 1982 році, а на початку 90-х років – до 300 млрд. дол.

Формування пасивних операцій цих компаній здійснюється в основному за рахунок випуску дешевих акцій. Свої грошові кошти вони вкладають у короткострокові папери: короткострокові державні (федеральні) облігації (короткострокові векселі), муніципальні облігації, комерційні папери приватних корпорацій, а також у фінансові інструменти (акцептовані векселі, депозитні сертифікати банків). Деякі фонди такого типу спеціалізуються на паперах тільки федерального уряду. Фонди грошового ринку мають певні пільги порівняно з іншими інвестиційними фондами: вони вільні від вимог зберігати свої обов’язкові резерви в Центральному банку (ФРС), не сплачують податків за муніципальними облігаціями. Крім того, необхідно зазначити ще одну обставину: тривалий час процент за їх акціями був вище, ніж за вкладами комерційних банків (5,25 %). Більш низький процент у вказаних кредитно-фінансових інститутах обумовлено інструкцією ФРС. Це зумовило в кінці 70-х років широкий відплив грошових коштів із комерційних та ощадних банків і позиково-ощадних асоціацій до взаємних фондів грошового ринку, що суттєво погіршило ліквідність цих інститутів. Тому з 1982 року в США було проведено дерегулювання процентних ставок та введені депозитні рахунки грошового ринку (Money Market Deposit Account), що дозволило відрегулювати потоки грошових накопичень між комерційними банками, позиково-ощадними асоціаціями та взаємними фондами грошового ринку. У результаті відбулося збільшення грошових коштів на цих депозитних рахунках і почався відтік грошових коштів із фондів грошового ринку, що суттєво скоротило розмір їх активів.

У кінці 80-х – на початку 90-х років конкуренція за залучення грошових коштів між банками і фондами увійшла в більш стійку фазу, бо останні використовували свободу від резервних вимог ФРС, а перші користувалися перевагами федерального страхування депозитів. У той же час, взаємні фонди стали проводити та розширяти деякі спекулятивні операції. Так вони почали використовуватися для зберігання процентних платежів і дивідендів в очікуванні реінвестування. Крім того, багато приватних осіб, які самостійно розпоряджаються власними активами, мали право відкривати тут власні акціонерні рахунки (share accounts). Це дозволило акціонерам досить швидко і безкоштовно переводити грошові кошти з рахунків взаємних фондів грошового ринку залежно від кон’юнктури на рахунки інвестиційних фондів, що займаються вкладеннями в довгострокові цінні папери.

2.6. Розвиток інвестиційних компаній в Україні

В Україні досвід роботи інвестиційних фондів (ІФ) та інвестиційних компаній (ІК) нараховує близько 5 років. На кінець 1998 року в країні діяло 159 інвестиційних фондів та 129 інвестиційних компаній, а загальний обсяг емісії цінних сертифікатів становив 1,47 млрд. грн. Зазначена сума емісій сформована, головним чином, за рахунок приватизаційних сертифікатів.

За умовами функціонування інвестиційні фонди та інвестиційні компанії належать до портфельних інвесторів, вони не орієнтуються на встановлення контролю за діяльністю підприємств. Їх місія та можливості, що надаються законодавством, у цьому плані обмежені. В Україні інвестиційні фонди та інвестиційні компанії не можуть володіти більш ніж 10 % акцій одного емітента (25 % – якщо акції придбані за приватизаційні сертифікати). Одночасно ІФ та ІК беруть досить активну участь у загальних зборах акціонерів, намагаються делегувати своїх представників до складу спостережних рад акціонерних товариств, регулярно отримують інформацію про стан справ на підприємстві.

Завданням ІК та ІФ є розв’язання проблем, які виникають у непрофесіональних суб’єктів при самостійному інвестуванні на ринку акцій. До яких проблем можна віднести:

1) проблему вибору об’єкта інвестування. Її ефективне розв’язання залежить від компетентності інвестора, обсягу та достовірності інформації, якою він володіє. Проведення навіть простого порівняльного аналізу в межах фондового ринку потребує отримання та обробки досить значної за обсягом інформації. Інвестору необхідно визначити дохідність акцій окремих емітентів, секторів економіки, простежити динаміку курсів за певний період часу тощо;

2) окремі привабливі фінансові інструменти можуть бути просто недоступними для дрібних непрофесійних інвесторів. Акції з найвищим рівнем ліквідності обертаються на біржових ринках, а учасниками біржових операцій можуть виступати тільки професіонали – продавці цінних паперів, які обслуговують досить масштабні операції з цінними паперами.

Поява в Україні ІФ та ІК пов’язана, головним чином, із приватизацією. Засновники ІФ та ІК переважно розраховували на отримання приватизаційних доходів за рахунок:

а) придбання акцій інвестиційно привабливих підприємств, від яких у подальшому можна отримати певний дохід – дивіденди, продаж за більш високою ціною;

б) надання послуг у придбанні акцій під замовлення – для тих клієнтів, які були позбавлені можливості брати участь у сертифікатних аукціонах.

Для цього багато ІФ та ІК здійснювали фактичну скупку приватизаційних сертифікатів у громадян за наступною схемою: громадяни обмінювали свої «ваучери» на інвестиційні сертифікати ІФ чи ІК, які тут же спорідена для ІФ чи ІК фірма у них викуповувала.

Результати діяльності нинішніх ІФ та ІК такі, що їх учасники не мають ніякого зиску. Причини цього – поганий добір пакетів акцій, придбання акцій за дуже завищеними цінами, неефективна робота з управління інвестиційним портфелем тощо. Ці обставини у поєднанні з фінансовою кризою 1998 року, тривалою рецесією в українській економіці поставили багато ІФ та ІК на межу виживання. До того ж їх засновники помітно зменшили інтерес до підприємницької діяльності на ринку цінних паперів.

Фактором, що зменшує інтерес до ІФ та ІК, є те, що в Україні практично діють тільки фонди закритого типу, які становлять 95 % від загальної кількості ІФ та ІК України. Такі структури не здійснюють поточного викупу своїх цінних паперів, а тому нецікаві для реальних інвесторів. Інвестор (особливо непрофесійний) бажає постійно конвертувати цінні папери в гроші. Володіння цінними паперами закритого фонду не надає в цьому плані ніякого виграшу порівняно з володіннями акціями звичайного емітента. У цілому, як свідчить світова практика, інвестори віддають беззаперечну перевагу відкритим фондам. Так, у США активи компаній відкритого типу становлять приблизно 95 % від активів інвестиційних компаній взагалі.

Інвестиційний фонд – це юридична особа, заснована у формі закритого акціонерного товариства, що здійснює свою діяльність, пов’язану із залученням коштів за рахунок емісії власних цінних паперів та інвестуванням власних коштів у цінні папери інших емітентів.

Інвестиційні фонди є дилерами і поділяються на відкриті та закриті. Відкритий інвестиційний фонд випускає інвестиційні сертифікати із зобов’язаннями перед учасниками щодо їх викупу, а закритий інвестиційний фонд здійснює випуск інвестиційних сертифікатів без взяття зобов’язань про їх викуп.

Статут інвестиційного фонду повинен становити не менше 2 тисяч мінімальних заробітних плат, встановлених на момент його реєстрації, та може формуватися за рахунок внесків у вигляді коштів, цінних паперів і нерухомого майна. Частка останнього не повинна перевищувати 25 %.

Фізичні та юридичні особи, що придбали інвестиційний сертифікат (цінний папір, який випускається винятково інвестиційним фондом чи інвестиційною компанією і дає власнику право на отримання доходу у вигляді дивідендів), стають учасниками інвестиційного фонду.

Інвестиційний сертифікат повинен містити наступні реквізити: фірмове найменування інвестиційного фонду; його місцезнаходження; найменування цінного паперу («інвестиційний сертифікат») та його порядковий номер; дату випуску; вид інвестиційного сертифіката (іменний, на пред’явника); номінальну вартість; ім’я власника (для іменного інвестиційного сертифіката); строк виплати дивідендів; підпис посадової особи – інвестиційного управляючого чи іншої уповноваженої особи; печатка інвестиційного фонду.

Для випуску інвестиційних сертифікатів укладається договір із інвестиційним управляючим, який управляє активами фонду, організовує продаж інвестиційних сертифікатів, підраховує вартість чистих активів (спільно з депозитарієм) із розрахунку на один випущений інвестиційний сертифікат. За виконання обов’язків інвестиційному управляючому виплачують винагороду в розмірі, що не перевищує 5 % середньорічної вартості чистих активів інвестиційного фонду, або 10 %, якщо активи інвестиційного фонду більш ніж на 50 % сформовані за рахунок приватизаційних паперів.

Держава накладає обмеження на діяльність інвестиційних фондів з метою зниження ризику капіталовкладень в акції фонду. Це стосується наступних моментів:

– інвестиційний фонд не має право тримати у своїх активах більш ніж 10 % цінних паперів одного емітента (25 % – за умови їх придбання за приватизаційні папери) та інвестувати понад 5 % своїх активів у цінні папери одного емітента;

– не має права тримати в цінних паперах менш ніж 70 % активів інвестиційного фонду;

– займатися представницькою діяльністю з приватизаційними паперами;

– здійснювати інвестиції в цінні папери, емітентом яких є афілійована особа інвестиційного фонду;

– брати банківські кредити, крім випадків, коли цей кредит буде використано на викуп відкритим фондом своїх інвестиційних сертифікатів.

Інвестиційна компанія (інвестиційний дилер) – торговець цінними паперами, що залучає кошти для спільного інвестування шляхом емісії та розміщення цінних паперів.

Для здійснення спільного інвестування ІК повинна заснувати взаємний фонд, провести реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів, опублікувати інвестиційну декларацію та інформацію про випуск нею інвестиційних сертифікатів.

Інвестиційна декларація (згідно з п. 10 Положення «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії») містить наступні реквізити:

– назву документа («інвестиційна декларація»);

– назву, вид і місцезнаходження інвестиційного фонду, розмір статутного фонду;

– основні напрями, предмет, цілі та обмеження інвестиційної діяльності інвестиційного фонду, порядок продажу інвестиційних сертифікатів;

– відомості про випуск інвестиційних сертифікатів, зобов’язань щодо їх викупу, наслідки невиконання таких зобов’язань;

– комісійні, винагороди та витрати, що можуть сплачуватися за рахунок коштів інвестиційного фонду;

– місце, терміни та порядок сплати дивідендів;

– застереження щодо створення будь-яких спеціальних або резервних фондів.

Емісію інвестиційних сертифікатів інвестиційний фонд та взаємний фонд інвестиційної компанії здійснюють після реєстрації їх випуску Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Фонди мають право здійснювати загальну емісію інвестиційних сертифікатів на суму, розмір якої не повинен перевищувати 15-разовий розмір їх статутних фондів.

Діяльність ІФ та ІК повинен контролювати незалежний аудитор чи аудиторська фірма. Антимонопольний комітет зобов’язаний стежити за дотриманням антимонопольного законодавства. Згідно з п. 28 Положення «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» ІФ або ІК повинні повідомити у 5-денний строк Антимонопольний комітет у разі укладання договорів про придбання ними 10 % цінних паперів.

Розвиток інститутів спільного інвестування переживає сьогодні суттєву кризу. Специфіка нинішнього стану така, що інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, які обслужили більше 30 млн. юридичних та фізичних осіб у процесі масової приватизації, прийняли на себе всю відповідальність за непослідовність та правову недосконалість концепції масової приватизації, погіршення фінансового стану приватизованих підприємств, за відсутність корпоративної культури основних учасників фондового ринку.

На сьогоднішній день сценарій подальшого розвитку подій навколо інвестиційних фондів та інвестиційних компаній може виглядати наступним чином.

1. Оптимістичний сценарій. Закриття інвестиційних фондів та інвестиційних компаній проходить без скандалів навколо легітимності сертифікатної приватизації. Інвестиційні фонди та інвестиційні компанії розраховуються зі своїми клієнтами і реорганізовують свою діяльність на новій законодавчій базі.

2. Песимістичний сценарій. Проголошується помилковість державної політики приватизації з використанням приватизаційних майнових сертифікатів. Силові органи починають масовий перегляд її результатів. Більшість фінансових посередників залишають фондовий ринок.

3. Реалістичний сценарій. На державному рівні приймаються законодавчі акти, які дозволяють працювати інвестиційним фондам та інвестиційним компаніям на фондовому ринку в умовах, що склалися. Але відсутність високодохідних інструментів та ліквідного фондового ринку не дозволить ІФ та ІК ефективно працювати з коштами населення.

09.12.99 п’ять провідних компаній фондового ринку прийняли концепцію реформування законодавчої бази, необхідну для розвитку інвестиційних фондів та інвестиційних компаній. Основні її моменти полягають у наступному:

– перегляд підходів до самих інститутів спільного інвестування. Необхідно зняти обмеження щодо обсягу і напрямів інвестицій, залишивши тільки вимоги до диверсифікації власних активів;

– лібералізація валютного законодавства України для інвестиційних фондів та інвестиційних компаній із правом управляючого компанії інвестувати кошти фонду в інвестиційні фонди чи корпоративні папери західноєвропейських фондових бірж відповідно до процедури, яка встановлюється Нацбанком;

– вжиття заходів щодо захисту грошових коштів учасників, що дозволяють тримати їх у валюті з довгою позицією.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Дайте характеристику суб’єктів інвестиційної діяльності та їх діяльності на інвестиційних ринках.

2. Заповніть схему «Класифікація суб’єктів інвестування».

3. Охарактеризуйте інвестиційну діяльність нефінансових фірм.

4. Дайте характеристику держави-інвестора.

5. Наведіть способи та умови залучення приватного капіталу до сектора економічної інфраструктури.

6. Охарактеризуйте державне регулювання інвестиційного процесу.

7. Дайте характеристику державному регулюванню ринку цінних паперів.

8. Як впливає фінансово-кредитна система на інвестиційний процес?

9. Які функції виконує інвестиційний банк?

10. Охарактеризуйте діяльність інвестиційної компанії.

11. Які обмеження накладає держава на діяльність інвестиційних фондів?

12. Дайте характеристику діяльності інститутів спільного інвестування.

Тести для проведення контролю

1. Формами опосередкованого впливу держави на інвестиційний процес є:

а) державне кредитування, державні позики, роздержавлення та приватизація, податки на іноземні інвестиції, амортизаційна політика, стандартизація;

б) антимонопольні заходи, стандартизація, ліцензування і квотування, державний лізинг, амортизаційна політика, податкове регулювання, державне кредитування, державні позики, роздержавлення та приватизація;

в) податкові пільги, субсидування національного інвестора, державне кредитування, державний лізинг, стандартизація, антимонопольні заходи;

г) державне кредитування, амортизаційна політика, бюджетна політика, податкова політика, стандартизація, ліцензування і квотування.

2. Захист національного інвестиційного ринку здійснюється за допомогою:

а) високих митних зборів на товари, що імпортуються, податків на іноземні інвестиції, обмеження або заборони ввезення окремих товарів, заохочення розвитку національного товаровиробника, субсидування національного інвестора;

б) митної політики, податкової політики, роздержавлення та приватизації;

в) податкової політики, обмеження або заборони ввезення окремих товарів;

г) державних субсидій та митної політики.

3. Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату здійснюється через:

а) податкові пільги чи канікули, пільгові кредити, стандартизацію;

б) державні субсидії, пільгові кредити, податкові пільги чи канікули, заохочення до створення підприємств з іноземними інвестиціями;

в) митну політику та державні субсидії;

г) податкову політику та пільгові кредити.

4. Інвестиційний фонд – це юридична особа, заснована у формі закритого акціонерного товариства, що:

а) здійснює діяльність, пов’язану із залученням коштів, за рахунок емісії власних цінних паперів та інвестування власних коштів у цінні папери інших емітентів;

б) здійснює діяльність, пов’язану із залученням коштів за рахунок емісії цінних паперів інших компаній та інвестування цих коштів у власні цінні папери;

в) здійснює діяльність, пов’язану із залученням коштів від продажу матеріальних цінностей в інвестиційну діяльність інших компаній;

г) здійснює діяльність, пов’язану із залученням коштів за рахунок емісії власних цінних паперів та інвестування власних коштів у власні цінні папери.

Глава 3. Іноземні інвестиції

3.1. Сутність іноземних інвестицій та їх класифікація.

3.2. Проблеми іноземного інвестування в Україні.

3.3. Державна політика заохочення іноземних інвестицій.

3.4. Інститути міжнародної інвестиційної діяльності.

Ключові слова: іноземні інвестиції, державні інвестиції, приватні інвестиції, прямі інвестиції, портфельні інвестиції, іноземні інвестори, інвестиційна політика, Міжнародний валютний фонд, Світовий банк.

3.1. Сутність іноземних інвестицій та їх класифікація

Визначення категорії «іноземні інвестиції» є ключовим питанням для законодавця, оскільки таким чином він визначає коло правовідносин, які підпорядковані регулятивному процесу даного законодавства.

Признаючи ту чи іншу особу іноземним інвестором, держава тим самим визнає його право на пільги та гарантії, що проголошені в Законі «Про режим іноземного інвестування».

Згідно з Законом України «Про режим іноземного інвестування» під іноземними інвестиціями розуміють усі «цінності, що вкладаються іноземними інвесторами в об’єкти інвестиційної діяльності відповідно до законодавства України з метою отримання прибутку чи досягнення соціального ефекту».

Іноземні інвестори мають право здійснювати інвестиції в наступних формах:

– участь іноземних інвесторів у підприємствах України;

–створення підприємств, які повністю належать іноземним інвесторам;

– придбання діючих підприємств;

– придбання рухомого та нерухомого майна (земельні ділянки, будинки, обладнання, транспорт і т.д.).

Говорячи про іноземні інвестиції, необхідно, перш за все, розмежовувати державні та приватні інвестиції.

Державні інвестиції – це позики, кредити, які одна держава або група держав надає іншій державі. У цьому випадку мова йде про відношення між державами, що регулюються міжнародними договорами і до яких застосовуються норми міжнародного права. Можливі і «діагональні відносини», коли консорціум (група) приватних банків надає інвестиції державі.

Під приватними розуміють інвестиції, які надають приватні фірми, компанії чи громадяни однієї країни відповідним суб’єктам іншої країни. Інвестиційні відносини настільки складні та багатогранні, що нерідко відносини між державами тісно пов’язані з відносинами між приватними інвесторами. Такий зв’язок найбільше проявляється, коли інвестор передає свої права та вимоги державі.

Можлива і більш складна конструкція відносин, коли матеріальні зобов’язання держави-боржника за отриманими кредитами (наприклад, сплата процентів) задовольняються за рахунок повної або часткової вартості майнових прав приватного інвестора в країні боржника (наприклад, надання прав на розробку природних ресурсів).

Перелік видів (форм) іноземних інвестицій, що надається в законодавчих актах і міжнародних договорах, є приблизним, а не вичерпним, оскільки поняття інвестицій охоплює всі види майнових цінностей, які іноземний інвестор вкладає на території приймаючої сторони.

До цього переліку входять: рухоме і нерухоме майно (приміщення, споруди та інші матеріальні цінності) та відповідні майнові права, включаючи заставу; грошові кошти; акції, внески, облігації чи будь-які інші форми участі в товариствах, підприємствах, у тому числі і спільних; право вимоги за грошовими внесками, які вносяться для створення економічних цінностей, чи послугами, що мають економічну цінність; права на результати інтелектуальної діяльності, що визначаються як права на інтелектуальну (в тому числі і промислову) власність; права на здійснення господарської діяльності, які надаються на основі закону чи договору, включаючи частково право на розвідку та експлуатацію природних ресурсів.

Залежно від ступеня контролю над зарубіжними компаніями інвестиції поділяються на прямі та портфельні.

Прямі інвестиції – основна форма експорту приватного капіталу, що забезпечує встановлення ефективного контролю і надає право безпосереднього розпорядження закордонною компанією. За визначенням МФВ, прямі іноземні інвестиції існують у тому випадку, коли іноземний власник володіє не менш ніж 25 % статутного капіталу акціонерного товариства (згідно з американським законодавством – не менше 10 %, у країнах Європейського Співтовариства – 20 – 25 %, у Канаді, Австралії і Новій Зеландії – 50 %).

Прямі інвестиції поділяються на дві групи:

– трансконтинентальні капітальні вкладення, зумовлені кращими умовами ринку, тобто тоді, коли існує можливість поставляти товари з нового виробничого комплексу безпосередньо на ринок даної країни (континенту). Витрати відіграють у цьому випадку незначну роль, основне – знаходження на ринку. Різниця у витратах виробництва порівняно з материнською компанією є меншим фактором впливу на розміщення виробництва на даному континенті. Витрати виробництва є вирішальними для визначення країни даного континенту, в якій необхідно створювати нові виробничі потужності;

– транснаціональні вкладення – прямі вкладення, часто в сусідній країні. Мета – мінімізація витрат порівняно з материнською компанією.

Риси, що характерні для прямих інвестицій:

– при прямих закордонних інвестиціях інвестори, як правило, втрачають можливість швидкого виходу з ринку;

– більший ступінь ризику та більша сума, ніж при портфельних інвестиціях;

– більш високий термін капіталовкладень, характерних для країн-імпортерів іноземного капіталу.

Прямі іноземні інвестиції спрямовуються в приймаючі країни двома шляхами:

– організація нових підприємств;

– купівля або поглинання вже діючих компаній.

З точки зору прямих витрат, перший шлях дешевше другого, однак за параметром «Втрачена вигода» другий шлях доцільніше.

Портфельні інвестиції – капітальні вкладення, частка яких у капіталі нижче межі, визначеної для прямих інвестиції. Портфельні інвестиції не забезпечують контролю за закордонними компаніями, обмежуючи прерогативи інвестора отриманням частки прибутку (дивідендів).

У певних випадках міжнародні корпорації реально контролюють іноземні підприємства, володіючи портфельними інвестиціями, в силу двох причин:

– через значну розпорошеність акцій серед інвесторів;

– наявність додаткових договірних зобов’язань, що обмежують оперативну самостійність іноземної фірми, (ліцензійні та франчайзингові угоди, контракти на маркетингові послуги та технічне обслуговування).

Підвищення ролі портфельних інвестицій у повоєнні роки пов’язане з можливістю проведення спекулятивних операцій, збільшенню масштабів яких сприяв ряд факторів: інтернаціоналізація діяльності фондових бірж, зняття обмежень на допущення іноземних компаній на багатьох великих фондових біржах, розширення міжнародних операцій банків із цінними паперами пенсійних фондів та інших ощадних закладів.

Таблиця 3.1

Класифікація іноземних інвестицій

За інституціональною природою (джерелами) приватні

державні

міждержавних організацій

недержавних організацій

змішані

За метою інвестування досягнення фінансової мети (отримання процентів за користування кредитом, позикою та ін. формами позикового капіталу)

досягнення підприємницької мети (встановлення контролю над підприємством, отримання інформації про діяльність підприємства, недопущення конкурентів на ринок)

досягнення іншої мети (встановлення впливу на суверенний суб’єкт, санація міждержавних економічних зв’язків)

За формою оформлення явні інвестиції (юридично правильно оформлені проводки капіталу)

приховані інвестиції (оформлені у вигляді інвестицій перетоку капіталу, наприклад, потоки капіталу між філіалами ТНК, наявний вивіз капіталу через цінні папери)

«чорні інвестиції» (кошти, отримані незаконним шляхом, походження яких не прослідковується, є легітимними через приймаючі країни)

За характеристиками потоків капіталу

Геополітична спрямованість:

країни, що розвиваються – країни, що розвиваються

розвинені країни – країни, що розвиваються

розвинені країни – розвинені країни

інтернаціональні

Ступінь повернення:

що повертаються (кредити, позики і т.д.)

ризикові (частка у власності капіталу)

що не повертаються (технічна допомога міжнародних організацій)

За ступенем первинності:

первинні

реінвестиції

За величиною

дрібні

середні

великі

дуже великі

За характеристиками приймаючої сторони

За режимами приймаючої сторони:

обмежений режим

національний режим

пільговий режим

режим примусу

За характером використання інвестиційних капіталів:

інвестиції, що «проїдаються»

амортизаційні та сировинні інвестиції

екстенсивні інвестиції

інноваційні інвестиції

За формами здійснення інвестицій:

адресна (цільова) технічна допомога

програма навчання спеціалістів та інформаційної підтримки бізнесу

кредити та позики (в тому числі пільгові)

концесії

іноземні підприємства (філії материнських фірм) на території приймаючої сторони

спільні підприємства

вільні економічні зони

Визначення кола осіб, які визнаються іноземними інвесторами, має суттєве практичне значення. По-перше, від визнання особи іноземним інвестором залежить отримання відповідних прав та пільг, які надаються внутрішнім законодавством та міжнародними договорами. По-друге, статус іноземного інвестора має значення при реєстрації, допуску до здійснення господарської діяльності. По-третє, якщо особа визнана інвестором в певній державі, на неї можуть поширюватися гарантії та інші умови, що передбачені міжнародними договорами з відповідною країною, а також дипломатичний захист з боку країни інвестора.

Перелік інвесторів згідно з законами різних держав в основному співпадає, хоча існують певні розбіжності.

До числа іноземних інвесторів звичайно відносять наступні категорії суб’єктів:

– іноземні юридичні особи;

– іноземні фізичні особи (іноземні особи, особи без громадянства);

– вітчизняні громадяни, що проживають за кордоном;

– іноземні держави;

– міжнародні організації.

Таблиця 3.2

Основні форми виходу на зарубіжні ринки

Форма виходу

Переваги

Недоліки

Експорт

Збереження контролю;

підтримка виробництва в країні

Вразливість перед зарубіжними протекціоністськими бар’єрами

Контрактні коопераційні угоди:

ліцензування

франчайзинг

Невисока потреба в інвестиціях

Мінімальний рівень реального контролю

Спільні підприємства

Мінімальність ризику;

потреба в менших затратах, ніж у разі створення власної виробничої філії

Необхідність високодеталізованої контрактної роботи;

складність управління

Створення за кордоном власної виробничої філії

Забезпечення повного контролю; локалізація виробництва

Необхідність значних інвестицій; можлива непопулярність з політичної точки зору

Здійснення інвестицій пов’язане з певним ризиком для іноземного інвестора. Можливість таких ризиків, які часто називаються «некомерційними», збільшується при політичній та економічній нестабільності в приймаючій країні, при виникненні воєнних конфліктів, введенні надзвичайного стану тощо. Усе це загострює питання про гарантії і робить необхідним встановлення певних гарантій як у внутрішньому законодавстві, так і в міжнародних договорах.

3.2. Проблеми іноземного інвестування

Україна не має достатніх внутрішніх фінансових ресурсів для розв’язання економічних і соціальних проблем. Навіть за приблизними підрахунками наша економіка щорічно потребує майже 40 млрд. іноземних інвестицій.

Перше місце за дефіцитом інвестицій посідає гірничоресурсний сектор, зокрема, вуглевидобувна та нафтогазова промисловість. Так, річна потреба у фінансуванні модернізації, реконструкції та закритті вугільних шахт перевищує 8 млрд. доларів. Цей дефіцит коштів критичний, оскільки понад 70 % їх потребують підприємства, розміщені в регіонах підвищеного соціального напруження. Щонайменше по 3 млрд. доларів річних інвестицій потребують програми дорозвідки та освоєння нафтогазових родовищ Дніпро-Донецької угловини та Чорноморсько-Азовського шельфу. Мінімальна потреба у фінансах для освоєння родовищ газу та нафти за кооперацією з країнами СНД становить 1,7 млрд. доларів. Дефіцит коштів для модернізації та розширення транспортної інфраструктури паливно-енергетичного комплексу становить 2 млрд. доларів у газовій, 0,7 млрд. доларів у нафтовій та 0,4 млрд. доларів у вугільній промисловості.

Не менш небезпечним для збереження виробничого потенціалу стратегічних галузей металургії є нестача коштів для дорозвідки та введення в дію низки рудних і мінеральних родовищ. Від цього, передусім, потерпають проекти освоєння родовищ нікелево-хромових (Миколаївська та Одеська області), мідно-нікелевих (Волинська область), поліметалічних (Донецька область) та композитних руд (Дніпропетровська та Кіровоградська області). Без щорічного надходження 0,7 млрд. доларів на забезпечення держави внутрішніми стратегічними рудними ресурсами чимало українських підприємств приречені на повну ліквідацію або часткове перепрофілювання. 0,8 млрд. доларів річних інвестицій необхідні для облаштування мінеральних родовищ хімічної сировини (Крим та Львівська область). Без них вітчизняне виробництво калійних добрив залишиться на рівні 1973 року.

Друге місце за сумою необхідних інвестицій після гірничоресурсного сектора посідає важка промисловість. Мінімальна потреба в коштах для чорної металургії становить 6 млрд. доларів, для машинобудування – 5,1 млрд., кольорової металургії та гірничо-хімічної промисловості – 4 млрд., хімічної та нафтохімічної – 3,3 млрд. Актуальним є інвестування базових галузей, які не розвиваються через нестачу власних коштів, однак є пріоритетними у структурі національної економіки, причому пріоритети визначаються не директивно, а на традиційних ринках збуту українських підприємств. Із кожним роком на ринках вітчизняна продукція динамічно й цілеспрямовано витісняється конкурентами з інших країн. Така перспектива дає підстави реально планувати скорочення валютних надходжень.

До таких галузей належать: експортні виробництва АПК (цукрова, масложирова, виноробно-спиртова галузі); ракетно-космічна, літакобудівна, суднобудівна, електронна галузі – у машинобудуванні; фармакологічна, біотехнологічна, агрохімічна – у хімії.

На третьому місці за сумою необхідних інвестицій – сектор послуг, передусім житлово-будівельний комплекс і курортно-туристична інфраструктура. Критична межа потреб в інвестиціях для комунального та житлового будівництва в Україні значно перевищує 10 млрд. доларів.

Окремим критичним блоком потреб цього сектора є інвестування телекомунікаційного зв’язку. У 1992 – 1999 роках Україна входила до п’ятірки провідних країн світу за повнотою науково-виробничого потенціалу в телекомунікаціях, володіючи робочим потенціалом забезпечення майже повного циклу з виробництва та експлуатації космічного й оптоволоконного зв’язку. Лідерами в річних потребах є проекти розширення абонентської телефонної мережі (2 млрд. доларів), програми з конверсії та використання основних фондів на деяких підприємствах ВПК і оборони (1,2 млрд.), програми запуску орбітальних і модернізації наземних трансляторів (0,5 – 0,8 млрд. доларів).

За період із 1992 до 1998 року обсяги іноземних інвестицій в економіку України були незначними. Так, у 1992 році вони становили 3,8 % ВВП, у 1993 – 4 %, 1994 – 1,3 %, 1995 – 1,42 %, 1996 – 1,22 %, у 1997 – 1,25 % (табл. 3.3). У цілому в Україні іноземні інвестиції становлять 5,3 % від загальних капіталовкладень (1997), тоді як, наприклад, у Білорусі цей показник дорівнює 8 %, у Киргизстані – 31 %, а в Азербайджані – 77 %.

Аналіз обсягів і напрямів використання іноземних інвестицій свідчить, що вони незначні за розмірами і використовуються неефективно.

Велика кількість інвесторів, які володіють реальними фінансовими ресурсами та мотивацією, що зумовлена станом світового ринку, вимагає від країни-реципієнта інвестицій щонайменшого циклу обігу капіталів.

Таблиця 3.3

Показники надходжень інвестицій в економіку України за 1994-1999 рр. \*

Показники

1994

1995

1996

1997

1998

1999

Прямі іноземні інвестиції, млн. дол. (на кінець періоду)

367

896,9

1438,2

2056,9

2706,9

3457

Приріст прямих іноземних інвестицій до попереднього року, млн. дол.

147,6

529,9

541,3

618,7

650

750

Відношення прямих іноземних інвестицій до ВВП, %

1,28

1,42

1,22

1,25

1,78

2,55

Капітальні вкладення, млн. грн.

2300

9378,2

12557,3

10416

13500

16000

Частка капітальних вкладень у ВВП, %

19,1

17,2

15,4

11,3

13,2

13,6

Відношення прямих іноземних інвестицій до валових інвестицій, %

6,0

5,2

4,0

5,3

4,2

3,9

\*За даними Держкомстату України

В Україні така ситуація склалася в деяких підгалузях транспорту (усі види послуг фрахту, пакування, експедиції, страхування перевезень, крюїнгу, бункерування на флоті та оптового постачання пально-мастильних матеріалів для автотранспорту), в оптово-торговельних ланках хімічної, металургійної та харчової промисловості. У цих підгалузях більшість обороту практично монополізовано підприємствами з іноземними інвестиціями, тоді як у використанні та модернізації базових фондів галузей частка іноземних інвесторів мізерна.

Основними негативними ознаками інвестиційного клімату в економіці України сьогодні є:

– стагнація на ринку внутрішніх інвестицій;

– нестабільна законодавча база з питань іноземного інвестування;

– низький рівень розвитку інфраструктури інвестиційного ринку;

– погіршення платоспроможної здатності населення;

– інфляція, яка руйнівним чином діє на всі сторони господарського життя, особливо на галузі з сезонним характером виробництва і тривалим виробничим циклом, та є перепоною стабілізації фінансового стану підприємств;

– спад виробництва, глибина якого залежить від масштабів успадкованих деформацій у структурі економіки, обмеження попиту, що відбувається в процесі макроекономічної стабілізації, а також від термінів, протягом яких вони відбуваються;

– зниження накопичень інвестиційної активності, які втрачають значення при високій інфляції. Накопичення відновлюються після досягнення позитивної (щодо рівня інфляції) ставки банківського процента. Вони ефективно трансформуються в інвестиції (перш за все виробничі) тільки при досягненні сталої макроекономічної стабілізації;

– обмеження можливості держави регулювати господарські процеси, криміналізація їх помітної частини, яка особливо сильно проявляється там, де відсутні сталі та загальновизнані правові обмеження, відпрацьовані інструменти підтримки законності та правопорядку;

– диференціація доходів та матеріального забезпечення, соціальне розшарування, що частково посилюються внаслідок ліквідації зрівняльного розподілу, в основному, під впливом інфляції, яка завжди призводить до перерозподілу доходів у бік збитків менш заможних прошарків населення;

– зростання безробіття, що виникає в результаті спаду виробництва та структурних зрушень в економіці, необхідність перерозподілу значної частини робочої сили між галузями та регіонами;

– проблема інвестицій на заміщення та відновлення виробничого апарату, поповнення оборотних коштів.

Резерви стабілізації та зростання виробництва за рахунок використання наявних виробничих потужностей при збільшенні попиту, які здаються значними, насправді не настільки великі, оскільки навіть при збільшенні масштабів виробництва на цих потужностях витрати і якість продукції не будуть відповідати новим вимогам та не забезпечать її конкурентоспроможності.

Тому проблема полягає саме в інвестиціях. Сутність її не просто в нарощуванні обсягів. Підвищення частки споживання у ВВП при відносному скороченні інвестицій є, з одного боку, природним бажанням населення зберегти в період кризи, перш за все, рівень життя. Але з іншого – скорочення обсягу інвестицій у перехідний період складає неминуче в процесі зміни режимів відтворення основного капіталу: від властивого системі планово-розподільчого режиму, при якому ефективність вкладень, що знижувалась, поповнювалася зростанням їх обсягів, до режиму, при якому зростання ефективності інвестицій дозволить отримати більший результат при тих же обсягах або обсягах, що зменшуються.

Тому головне в проблемі інвестицій – їх ефективність, створення умов для вкладення в найбільш ефективні, конкурентоспроможні виробництва, що дають швидку віддачу, дозволяють максимально збільшити доходи підприємств, населення та бюджету, обмежити капіталовкладення та інші затрати, що призводять до розбазарювання ресурсів та посилення інфляції.

3.3. Державна політика заохочення іноземних інвестицій

Вирішальна роль у зміні ситуації, що склалася з інвестиційним кліматом України, належить державній політиці щодо іноземних інвестицій.

Під інвестиційною політикою розуміється сукупність державних підходів і рішень, які визначають напрями використання капітальних вкладень у сферах і галузях економіки; мобілізацію засобів підприємств та створення сприятливого клімату для іноземних інвесторів за допомогою введення податкових та інших пільг; інституціональну визначеність в управлінні процесом залучення, планування та реалізації інвестицій і дебюрократизацію діяльності відповідних організаційних структур. Особливе значення в цьому аспекті має правове регулювання інвестиційної діяльності, яке, як правило, пропонує законодавство про власність, включаючи положення про іноземні інвестиції; податкове законодавство, в тому числі щодо іноземних інвесторів; законодавство про працю, соціальну захищеність окремих груп населення; антимонопольне законодавство: законодавство про охорону природи в зв’язку з виробничою діяльністю та ін.

Уявлення про законодавчу базу України в галузі регулювання іноземних інвестицій дає наступний перелік:

– Закон України «Про іноземні інвестиції» від 13.03.92 № 2198-ХХІ;

– Декрет Кабінету Міністрів «Про режим іноземного інвестування» від 20.05.93 № 55-93;

– Закон України «Про режим іноземного інвестування» від 19.03.96 № 93-96 ВР;

– Указ Президента України «Про деякі питання іноземного інвестування» від 07.07.98 № 748/98 (діє з 14.09.98);

– Постанова Верховної Ради України «Про внесення зміни до Постанови Верховної Ради України «Про порядок введення в дію Закону України «Про режим іноземного інвестування» від 06.07.99 № 823-ХІV;

– Указ Президента України «Про угоди про розподіл продукції» від 25.05.99 № 564/99 (діє з 29.06.99).

В Україні вже запроваджено такі найважливіші зміни у сфері регулювання інвестиційної діяльності:

– врегульовано відносини щодо розподілу продукції, одержаної від видобування корисних копалин на території України;

– визначено умови концесії державного та комунального майна.

Значний вплив на інвестиційний клімат в Україні має Закон «Про розподіл продукції» від 14.09.99, який регулює відносини, що виникають у процесі укладення, виконання та припинення дії угод про розподіл продукції. Відповідно до угоди про розподіл продукції Україна доручає інвестору проводити пошук, розвідку та видобування корисних копалин на визначеній ділянці надр, а інвестор зобов’язується виконати доручену йому роботу за свій рахунок і на свій ризик за умови, що згодом компенсує свої витрати та отримає винагороду у вигляді частини продукції.

Закон «Про розподіл продукції» визначає наступні умови та пільги для інвестора:

– угоду про розподіл продукції укладають із переможцем конкурсу, проведеного відповідно до порядку, визначеного в законі, що створює рівні стартові умови для потенційних інвесторів;

– держава гарантує, що до прав і обов’язків сторін, визначених в угоді про розподіл продукції, протягом терміну її дії застосовуватиметься законодавство, чинне на момент її укладення. Це положення суттєво знижує ризик для інвестора;

– на інвестора не поширюється дія нормативно-правових актів органів виконавчої влади та органів місцевого самоврядування, якщо такі акти обмежують права інвестора, визначені в угоді про розподіл продукції, за винятком приписів органів державного контролю та нагляду за користуванням надрами; в угодах про розподіл продукції, які укладають за участю іноземного інвестора, передбачено відмову держави від судового імунітету, імунітету щодо попереднього забезпечення позову та виконання судового рішення;

– стягнення коштів з банківських рахунків, які відкрив інвестор на території України для обслуговування діяльності, передбаченої в угоді про розподіл продукції, не можна здійснювати в безакцептному порядку; для працевлаштування в Україні іноземців, яких найняв інвестор у межах та за спеціальностями, визначеними в угоді про розподіл продукції, не потрібно отримувати дозволу на працевлаштування.

З іншого боку, Закон встановлює норми, які обмежуватимуть свободу діяльності інвестора та, відповідно, привабливість інвестицій. Закон визначає, що в угоді про розподіл продукції належить вказати такі обов’язки інвестора:

– надання переваги продукції, роботам та послугам українського походження за рівних умов щодо ціни, терміну виконання, якості та відповідності міжнародним стандартам;

– наймання на території України працівників для виконання зазначених в угоді робіт переважно поміж громадян України.

Важливим став і Закон України «Про концесії» від 16.07.99, який визначив поняття концесії. За Законом, концесією є надання (на платній та строковій засаді) суб’єкту підприємницької діяльності права на створення (будівництво) та (або) управління (експлуатацію) об’єкта концесії. Таке право надає уповноважений орган виконавчої влади чи орган місцевого самоврядування, державного і комунального майна, а також він визначає умови і порядок її здійснення. У Законі подано перелік сфер господарської діяльності, де працюють державні підприємства, які можна надавати в концесію. До цього досить великого списку увійшли галузі міської інфраструктури.

Затвердження пооб’єктного переліку належить до компетенції Кабінету Міністрів. Рішення про надання концесії приймаються за підсумками концесійного конкурсу. Отже, Закон створює нові можливості для інвестиційної діяльності, реалізація яких залежатиме від дій виконавчої влади.

Аналіз нормативних актів, що визначають інвестиційний клімат України, показав наступне.

В останні роки політика щодо іноземних інвестицій носила суперечливий, подвійний характер. З одного боку, іноземні інвестори були допущені, хоча і з деякими обмеженнями, у заборонений для них раніше страховий та банківський бізнес, до участі в процесі приватизації. А з іншого – інвестиційна діяльність за участю іноземного капіталу все більше переводиться на національний режим.

На думку іноземних інвесторів, основним недоліком проведених перетворень була практично щомісячна зміна умов функціонування іноземного капіталу. Часта зміна «правил гри» на ринку капіталів відобразилась у негативних оцінках ситуації в Україні з боку закордонних банків, консультаційних та юридичних фірм, оскільки в загальноприйнятих методах розрахунків ступеня ризику правова стабільність відіграє ключову роль. А це, підірвавши довіру до довгострокової усталеності режиму інвестування, не сприяло притоку іноземних інвестицій.

Будь-який інвестор постійно діє, виходячи із співвідношення між отриманням розміру можливого прибутку та ризиком. На відміну від учасників процесу прямої купівлі-продажу товару, інвестор має намір вкласти свій капітал з розрахунком на майбутній результат і повинен бути впевнений у надійності операцій, які планує. У зв’язку з цим завдання приймаючої сторони, якщо вона серйозно і надовго зацікавлена в іноземних інвестиціях, полягає в створенні стабільного для ділової активності і зрозумілого для вкладника капіталу інвестиційного режиму. Як вважають самі інвестори, краще мати не зовсім гарні, але стабільні правила та умови інвестиційної діяльності (відносини власності, рівень оподаткування, репатріація прибутків та капіталів і т.д.), ніж більш привабливі, але схильні до постійних змін. При «правилах гри», які постійно змінюються, інвестори не можуть впевнено планувати свої дії на перспективу. У таких умовах вони або вимагають більш високих прибутків в якості компенсації за ризик, або втримуються від капіталовкладень, або обирають мінімально ризиковану стратегію. Наприклад, з точки зору американських вкладників, при роботі в Україні мінімальні норми прибутку повинні бути на 25 – 40 % вище, ніж у Західній Європі, і на 65 – 75 % вище, ніж у США.

Вибір та реалізація менш ризикованої стратегії підтверджується тим фактом, що свої капітали інвестори вкладають у великі сировинні проекти, де прибуток гарантовано виробництвом продукту, а фінансування можуть підтримувати міжнародні фінансові організації. До цієї категорії належать інвестиції на маловитратні виробництва товарів споживання та послуг або такі, що здійснюються в обладнання, яке вже було в користуванні. Однак більшість іноземних інвесторів, зберігаючи від ризику значні суми, найчастіше лише створюють підприємницькі структури, але не наповнюють їх фінансовими ресурсами, очікуючи стабілізацію економічної та нормативно-правової ситуації.

3.4. Інститути міжнародної інвестиційної діяльності

Основними міжнародними державними організаціями є:

Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР) – спеціалізоване агентство, створене в 1945 році, що працює у співробітництві з ООН з метою допомоги у фінансуванні повоєнного відновлення господарства та підвищення рівня життя в країнах, що розвиваються, шляхом надання позик урядам чи шляхом гарантій позик, які отримані з інших джерел. Банк надає позики на комерційній основі для спеціалізованих проектів чи більш загальних цілей соціального розвитку. Засоби для позик мобілізуються на міжнародних грошових ринках. Банк разом із своїми філіями – Міжнародною асоціацією розвитку та Міжнародною фінансовою корпорацією – часто називають Світовим Банком (Word Bank). Ним володіють уряди 151 країни, які також повинні бути членами Міжнародного валютного фонду. Штаб-квартира банку знаходиться у Вашингтоні, відділення – у Парижі і Токіо.

Міжнародна фінансова корпорація (МФК) – філія МБРР, створена у 1956 році з метою надання допомоги приватним проектам. Вона є юридично і фінансово самостійною організацією, але використовує кошти Світового банку для надання приватним інвесторам. Роль МФК значно посилилася у 80-90 роки з розвитком кризи державних заборгованостей та переорієнтації міжнародних фінансових структур на приватнопідприємницький сектор. Штаб-квартира МФК знаходиться у Вашингтоні.

Міжнародний валютний фонд (МВФ) – підрозділ ООН, створений у 1945 році для сприяння валютному співробітництву та розширенню міжнародної торгівлі, стабілізації обмінних курсів валют і допомоги державам, які мали короткострокові проблеми у вирівнюванні своїх платіжних балансів, у підтримці обмінних курсів їх валют. Фонд допомагає своїм членам, виділяючи для них іноземну валюту, яку вони хочуть купити на еквівалентну суму своєї валюти. Країна-член повертає Фонду кошти, викуповуючи свою валюту за валюту, прийнятну для Фонду, звичайно протягом 3 – 5 років.

Фонд фінансується за рахунок членських внесків, розміри яких залежать від оцінки добробуту його членів. Кількість голосів у кожної країни безпосередньо залежить від розміру її внесків. Штаб-квартира знаходиться у Вашингтоні.

У 50-і роки МБРР почав спеціалізуватися на фінансуванні «проектів розвитку» в галузі сільського господарства, будівництва і промисловості. Збільшується кількість кредитів, що надаються для здійснення програм «структурного регулювання», тобто на повну перебудову економіки.

Діяльність МБРР дедалі тісніше поєднується з діяльністю і політикою МВФ, коли надаються «обумовлені кредити», тобто кредити під зобов’язання держави провадити рекомендовані МВФ і МБРР реформи. «Обумовлені кредити» видаються на термін до 25 років на умовах ставки з «плаваючими» відсотками, яка переглядається кожні півроку.

Статутний капітал МБРР у 1987 році був доведений до 85 млрд. доларів США. Для оперативної діяльності банк постійно залучає кошти переважно через випуск облігаційних позик на національних ринках капіталів більш ніж ста країн світу, а також на європейському ринку.

Пост президента МБРР традиційно обіймає представник США. МБРР має дві спеціалізовані філії. Одна з них – Міжнародна фінансова корпорація (МФК), яка покликана фінансувати підприємства приватного сектора в країнах- членах МФК. Корпорація надає позики на 15 років. Вона має право безпосередньо брати участь в акціонерному капіталі підприємств, що будуються або розширюються, з правом подальшого перепродажу акцій приватним підприємцям. Другою філією МБРР є Міжнародна асоціація розвитку (МАР), яка спеціалізується на сприянні економічному розвитку найбільш економічно відсталих країн світу шляхом надання пільгового фінансування. Це безвідсоткові кредити на 50 років із 10-річним пільговим періодом, протягом якого стягуються тільки комісійні в розмірі 0,75 % на адміністративні витрати. 90 % кредитів МАР надає країнам із найнижчим рівнем життя.

МФВ є центральним регулюючим органом світової валютної системи. Він встановлює основні правила міждержавних відносин у валютній сфері. Основними завдання МВФ є:

– забезпечення постійного механізму міжурядових консультацій і співробітництва у валютних питаннях;

– стабілізація валютних курсів;

– запобігання конкурентному знеціненню грошової одиниці;

– встановлення між країнами-членами багатосторонньої системи платежів за поточними операціями та усунення валютних обмежень з метою безперешкодного розвитку зовнішньоекономічного обміну;

– надання кредитів для врегулювання дефіцитів платіжних балансів;

– поновлення в деяких випадках міжнародної заборгованості шляхом випуску штучних резервних активів.

Фінансова база МФВ складається із внесків країн-членів цієї організації. До складу МФВ входять більш ніж 150 країн світу. Більшість поточних рішень фонду приймається не голосуванням, а шляхом консенсусу, що розширює можливості невеликих держав висловлювати і захищати власну точку зору. Роль МВФ у світовій економіці, його кредитна діяльність стали важливими елементами стратегії врегулювання проблеми міжнародної заборгованості.

Основна особливість МВФ як кредитора – це його можливості впливати на господарську політику національних урядів. У кожному випадку розробляється державна програма фінансово-економічної стабілізації або структурної адаптації. Деякі країни-позичальники мають досить тверді економічні позиції, зрілий науковий потенціал для самостійної розробки власних програм. Після схвалення цих програм МВФ вони одержують потрібні ресурси.

МФВ висуває ряд умов надання позик і кредитів:

– стабілізація економіки;

– зниження бюджетного дефіциту;

– стимулювання інвестиційних процесів;

– зменшення дотацій збитковим підприємствам і галузям;

– заходи щодо нормалізації платіжної дисципліни і виконання зобов’язань перед зовнішніми кредиторами;

– офіційне використання ринкового обміну курсу гривні щодо іноземних валют;

– реалізація програми структурної перебудови та приватизації;

– здійснення митної політики з метою створення сприятливих умов для міжнародної торгівлі;

– скасування обмежень щодо рівня рентабельності для підприємств при переході до оподаткування прибутку.

МВФ використовує декілька механізмів фінансової допомоги.

Звичайне кредитування – це програма stand-by та програма розширеного кредитування EFF.

Пільгове кредитування – механізм розширеного фінансування структурної перебудови ЕSAF та механізм фінансування системних перетворень STF.

Компенсаційне та надзвичайне кредитування – CCFF.

Додаткове резервне кредитування – SRF.

Стенд-бай (stand-by agreement) – угода про резервні кредити між МВФ та країною-членом цієї організації, яка надає додаткові права позики до вже наявних у неї в таких ситуаціях, як тимчасова криза платіжного балансу.

Транш (від фр. franche – допомагати) – частковий платіж великої грошової суми. У МВФ перші 25 % позики називаються золотим або резервним траншем. Отримання наступних траншів кредиту, як правило, пов’язано з успішним виконанням попередніх.

Три міфи про наслідки дефолту.

1. Зарубіжні активи країни, що відмовилася платити борг, неминуче потрапляють під арешт.

2. Усі потенційні кредитори відмовляться від співробітництва з недобросовісними боржниками.

3. Режим міжнародної торгівлі щодо боржника стане більш жорстким.

Єдине, що настає реально і неминуче, – це втрата інтересу кредиторами до подальшого інвестування необов’язкового боржника.

Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) був створений 25.05.90 на основі міжурядових угод щодо сприяння проведення реформ в країнах Центральної Європи в умовах переходу до ринкових відносин (штаб-квартира в Лондоні). ЄБРР є комерційним банком, і тому умови його кредитування відрізняються від умов кредитування МВФ та МБРР.

У своїй діяльності ЄБРР керується наступними принципами.

1. Банк не повинен конкурувати з іншими організаціями.

2. Банк спеціалізується на сприянні проведення реформ у країнах з плановою економікою

3. Кошти вкладаються, головним чином, у приватний сектор, причому тільки в певні галузі (об’єкти енергетики, агропромислового комплексу, реконструкція металургійних комбінатів).

До основних напрямів фінансової підтримки належать:

– надання прямих кредитів і участь у спільному (з іншими кредиторами) фінансуванні;

– інвестування акціонерного капіталу підприємств приватного і державного сектора;

– гарантоване розміщення цінних паперів, випущених як підприємствами приватного, так і державного сектора;

– забезпечення вказаним підприємствам доступу до внутрішніх і міжнародних ринків капіталу шляхом надання гарантій, фінансових консультацій;

– надання або участь у позиках і здійснення технічного сприяння для реконструкції та розвитку інфраструктури.

Вимоги ЕБРР до тих, хто прагне отримати кредити.

1. Зацікавлений у кредиті чи представник банку повинні підготувати економічну модель використання і повернення кредиту (бізнес-план).

2. Кредит видається під заставу, що перевищує суму кредиту в 1,5 – 2 рази.

3. Зацікавлена сторона повинна ввійти до проекту з власним капіталом у співвідношенні 70:30.

4. Розмір власних активів підприємства не повинен перевищувати 2,5 млн. дол. США.

5. Мінімальна сума кредиту, яка може виділятися по лінії ЄБРР, складає 50 тис. дол., максимальна – 2,5 млн. дол.

Відмінності між МВФ та Світовим банком

Більшість людей має лише приблизне уявлення про те, чим займаються ці організації, і мало хто може сказати, чим і як вони відрізняються. Навіть ініціатор їх створення Джон Мейнард Кейнс, якого багато хто вважає найвидатнішим економістом ХХ століття, визнав на першому урочистому засіданні Міжнародного валютного фонду, що його здивували назви: він вважав, що Фонд необхідно було б назвати банком, а Банк – фондом. Плутанина була вже тоді.

Світовий банк і МВФ, відомі як Бреттон-Вудські інституції (за назвою містечка у Нью-Гемпширі, США), які були створені у липні 1944 року представниками 44 країн, є двома тісно пов’язаними установами, що підтримують світову економічну та фінансову системи. Не є випадковим те, що було створено дві установи, а не одну. Міжнародне співтовариство свідомо прагнуло встановити поділ праці, створюючи дві організації. Фахівці, що мають справу з МВФ і Світовим банком, знають, що це зовсім різні установи. Для решти світу тонкощі поділу праці ще більш таємничі, ніж сама діяльність даних організацій.

Схожість між Світовим банком і МВФ ще більше заплутує ситуацію. При поверховому підході ці установи мають чимало спільного. Обидві належать урядам країн-членів, які ними управляють. Китайська Народна Республіка – країна, чисельність населення якої значно більша, ніж інших країн світу, є країною-членом, як і найбільш промислово розвинена держава – Сполучені Штати Америки. Справді, більшість країн світу входить до обох інституцій. Діяльність як Світового банку, так і МВФ пов’язана з економічними питаннями і спрямована на розвиток та зміцнення економік країн їх членів. Співробітники обох установ часто беруть участь у міжнародних конференціях, говорячи тією самою малозрозумілою мовою економіки і заяв про розвиток, або ж у засобах масової інформації з’являються матеріали про їх переговори з міністрами фінансів чи іншими членами урядів щодо таємничих програм економічної структурної перебудови. Обидві інституції проводять щорічні спільні збори, які широко висвітлюються службами новин. Як Світовий банк, так і МВФ мають штаб-квартири у Вашингтоні, де в поглядах на їх діяльність та на відмінності між ними існує майже така ж плутанина, як і в будь-якому іншому місці земної кулі. Впродовж багатьох років вони розташовувалися в одному будинку. Навіть сьогодні, знаходячись на протилежних сторонах вулиці недалеко від Білого Дому, ці дві установи мають спільну бібліотеку та інші заклади, регулярно обмінюються даними з економіки, інколи організовують спільні семінари, постійно проводять зустрічі з обміну інформацією та час від часу посилають спільні місії до країн-членів.

Однак, незважаючи на ці та інші спільні риси, Світовий банк та МВФ – це різні організації. Основна відмінність полягає у тому, що Банк є, перш за все, організацією розвитку, а МВФ – кооперативною організацією, яка прагне підтримувати належну систему міждержавних платежів і розрахунків. Кожна з цих установ має власні цілі, структуру, отримує фінансування з різних джерел, надає допомогу різним категоріям країн-членів і намагається досягти своєї мети, використовуючи власні специфічні засоби

Мета. Міжнародне співтовариство у Бреттон-Вудзі визначило завдання Світового банку, яке виражає його офіційна назва – Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), визначаючи його основним обов’язком фінансування економічного розвитку. Наприкінці 40-х років Банк надав перші позики на фінансування реконструкції зруйнованих війною економік країн Західної Європи. Після того, як країни, що отримали ці позики, досягли певного рівня економічної самостійності, Банк змістив основну увагу на допомогу найбіднішим країнам світу, яким він, починаючи з 40-х років, позичив понад 330 млрд. доларів США. Найголовніша мета Світового банку – сприяння економічному та соціальному прогресу країн, що розвиваються, допомога у підвищенні продуктивності так, щоб їх населення змогло жити краще й повноцінніше.

Для МВФ міжнародна спільнота визначила іншу мету. Створення МВФ було відповіддю на невирішені фінансові проблеми, які призвели до виникнення і затягування Великої депресії у США в 30-ті роки: раптові, непередбачувані зміни обмінних курсів національних валют та небажання держав дозволити обмін власної валюти на іноземну. Створений як добровільна кооперативна організація МВФ залучає до членства у ньому країни, що готові заради очевидних власних інтересів певною мірою поступитися національним суверенітетом і відмовитися від діяльності, що шкодить іншим державам-учасницям. Правила даної установи, викладені в Статтях Угоди МВФ, підписаної усіма її членами, становлять кодекс поведінки. Цей кодекс простий – він зобов’язує усі країни-члени дозволяти вільно й без обмежень обмінювати свої валюти на іноземні; інформувати МВФ про плановані зміни в їх фінансовій та монетарній політиці, які можуть впливати на економіку інших держав-членів та, наскільки це можливо, модифікувати цю політику, спираючись на поради МВФ, щоб врахувати інтереси усіх членів організації. Щоб допомогти країнам дотримуватися кодексу поведінки, МВФ розпоряджається спільним грошовим фондом, з якого держави-члени можуть брати позики, коли опиняються у скрутному становищі. Проте надання позик, на відміну від Світового банку, не є основним завданням МВФ. Його першочергове й найголовніше завдання полягає у спостереженні за монетарною та курсовою політикою країн-членів та нагляді за дотриманням кодексу поведінки. Оскільки МВФ зобов’язаний, за задумом, забезпечувати впорядковане та стабільне світове економічне зростання, він є ворогом несподіваних змін. Фонд отримує регулярні звіти про економічну політику й плани країн-членів, які він обговорює, коментує та повідомляє усім країнам-членам, щоб вони могли відреагувати, маючи повну інформацію про факти та чітке розуміння того, як їх власна внутрішня політика може вплинути на економіку інших країн. МВФ переконаний, що основною умовою світового процвітання є упорядкована монетарна система, яка сприяє розвитку торгівлі, створенню робочих місць, розширенню економічної діяльності та підвищенню рівня життя в усьому світі. Згідно з установчим

завданням, МВФ повинен наглядати за цією системою і підтримувати її.

Структура. МВФ є невеликою організацією (близько 2 300 співробітників) і, на відміну від Світового банку, не має філій та дочірніх установ. Більшість його співробітників працює у штаб-квартирі у Вашингтоні, хоча три невеликих офіси розташовані в Парижі, Женеві та Нью-Йорку при ООН. За професійним складом співробітники МВФ переважно економісти або фахівці з питань фінансів.

Структура Банку дещо складніша. Світовий банк складається з двох основних організацій – Міжнародного банку реконструкції та розвитку і Міжнародної асоціації розвитку (МАР). Крім того, з Банком пов’язані (хоча юридично і фінансово незалежні від нього) Міжнародна фінансова корпорація, яка мобілізує фінансування приватних підприємств у країнах, що розвиваються, Міжнародний центр з урегулювання інвестиційних спорів та Багатостороннє агентство гарантій інвестицій. Група Світового банку, кількість співробітників якої становить понад 10 000 чоловік, майже втричі перевищує МВФ; вона має понад 40 офісів в усьому світі, хоча 95 % персоналу працює у штаб-квартирі Банку у Вашингтоні, округ Колумбія. До числа працівників Банку входить широке коло фахівців: економісти, інженери, спеціалісти з містобудування, агрономи, статистики, юристи, керівники портфельних проектів, особи, що займаються оформленням позик, експерти, що дають оцінку проектам, а також фахівці у сфері телекомунікацій, водопостачання і каналізації, перевезень, освіти, енергетики, сільського будівництва, охорони здоров’я тощо.

Джерела фінансування. Світовий банк – це інвестиційний банк, який є посередником між інвесторами та отримувачами, позичаючи кошти в одних та надаючи позики іншим. Більшість коштів, які йдуть на фінансування розвитку, МБРР отримує завдяки запозиченням на фінансових ринках шляхом випуску облігацій (які мають рейтинг ААА, оскільки їх сплата гарантується урядами країн-членів) і продажу їх індивідуальним особам та приватним інституціям у більш ніж 100 країнах світу. Партнер Банку з надання позик на пільгових умовах – МАР – фінансується переважно за рахунок внесків країн-донорів. Банк є основним позичальником на світових ринках капіталу і найбільшим позичальником-нерезидентом практично в усіх країнах, де продаються випущені ним цінні папери. Він також позичає гроші шляхом продажу облігацій і векселів безпосередньо урядам, установам, що їх представляють, та центральним банкам. Надходження від продажів цих цінних паперів, у свою чергу, позичаються країнам, що розвиваються, за прийнятними відсотковими ставками, щоб допомогти у фінансуванні проектів і здійсненні програм стратегічних реформ, мета яких – забезпечення економічного зростання.

Незважаючи на слова Кейнса про плутанину, МВФ не є ані банком, ані посередницькою установою між інвесторами та отримувачами коштів. Однак він розпоряджається значними ресурсами, які нині оцінюються у понад 215 млрд. дол. США. Ці ресурси надходять від підписки за квотами або членських внесків, які сплачують МВФ 182 країни-учасниці. Кожна з них вносить до цього загального пула ресурсів певну суму коштів, пропорційну до її економічного потенціалу (багатші країни платять більше, а бідніші – менше). Тоді як Банк позичає і надає позики, МВФ схожий більше на кредитний союз, члени якого мають доступ до спільного пула ресурсів (сукупної суми їх індивідуальних внесків), створений для надання їм допомоги у разі необхідності. Хоча за спеціальних і дуже обмежених умов МВФ позичає в офіційних організацій (однак не на приватних ринках), всеж при фінансуванні своїх операцій він спирається на власні квоти. Відповідність цих ресурсів переглядається кожні п’ять років.

Отримувачі фінансування. Світовий банк не надає позик ані розвиненим країнам, ані приватним особам, а лише платоспроможним урядам країн, що розвиваються. Чим бідніша країна, тим сприятливіші умови, на яких вона може отримати позику від Банку. МБРР надає позики країнам, що розвиваються, валовий національний продукт (ВНП) на душу населення яких перевищує 1 305 дол. США. (ВНП на душу населення, що насправді є не таким грізним терміном, як це звучить, є мірою добробуту країни і отримується шляхом поділу вартості товарів і послуг, вироблених у країні за рік, на чисельність її населення). Ці позики надаються за відсотковою ставкою, що незначно перевищує ринкову ставку, за якою позичає сам Банк, і повинні погашатися впродовж 12 – 15 років. На практиці позики МАР надаються здебільшого країнам, щорічний дохід на душу населення яких не перевищує 865 дол. США. Позики МАР є безвідсотковими і підлягають сплаті протягом 35 – 40 років.

На відміну від цього, на фінансову допомогу від МВФ мають право усі країни-учасниці – як багаті, так і бідні. Підтримка впорядкованої та стабільної міжнародної валютної системи вимагає виконання усіма учасниками системи власних фінансових зобов’язань щодо інших учасників. Членство в МВФ дає право кожній країні, яка відчуває дефіцит іноземної валюти, що перешкоджає їй виконувати зазначені зобов’язання, на тимчасовий доступ до загальних валютних ресурсів МВФ задля вирішення даної проблеми, яка стосується найчастіше проблем платіжного балансу. Ці проблеми можуть виникати незалежно від економічного потенціалу та рівня ВНП на душу населення, тому майже всі країни-члени МВФ, починаючи від найменшої, що розвивається, до найбільш промислово розвиненої, були змушені у той чи інший час звертатися за підтримкою до МВФ і отримувати від нього фінансову допомогу, щоб вистояти у важкі часи. Відсоткові ставки позик МВФ дещо нижчі від ринкових, проте не настільки пільгові, як ставки позик МАР із групи Світового банку. За допомогою позик МВФ країни можуть виграти час, необхідний для коригування економічної політики та відновлення зростання, не вдаючись до заходів, що можуть зашкодити економікам інших країн-учасниць.

Операції Світового банку. Світовий банк було створено для підтримки бідних країн шляхом надання їм технічної допомоги та фінансування проектів і стратегічних заходів, які дозволять реалізувати їх економічний потенціал. Банк розглядає розвиток як сукупність довгострокових комплексних заходів.

Впродовж перших двох десятиліть свого функціонування Світовий банк дві третини допомоги спрямовував на проекти, пов’язані з енергетикою та транспортними перевезеннями. Хоча вони (так звані проекти розвитку інфраструктури) і зараз мають важливе значення, останнім часом Банк значно урізноманітнив свою діяльність, що пов’язано з набуттям ним досвіду та кращим розумінням процесу економічного розвитку.

Банк приділяє особливу увагу проектам, які можуть безпосередньо покращити життя найбідніших верств населення у країнах, що розвиваються. Прямому залученню цієї групи населення до економічної діяльності сприяють позики на розвиток сільського господарства та сільське будівництво, розвиток малих підприємств і міського господарства. Банк надає підтримку бідним у підвищенні продуктивності праці та отриманні доступу до таких життєво необхідних речей, як чиста вода та каналізація, охорона здоров’я, допомога у плануванні сім’ї, харчування, освіта й житло. Проекти, спрямовані на розвиток інфраструктури, також зазнали змін. У проектах, пов’язаних із транспортними перевезеннями, більша увага почала приділятися будівництву доріг між сільськими господарствами й ринками. Проекти з електроенергетики вже не зосереджуються винятково на містах, а дедалі більшу увагу привертає освітлення, забезпечення електроенергією сіл і невеликих господарств. Проекти, пов’язані з розвитком промислових підприємств, надають більшого значення створенню робочих місць на малих підприємствах. Там, де це доцільно, використовується трудомістке будівництво. Крім проектів, пов’язаних з електроенергетикою, Банк підтримує програми використання нафти, газу, вугілля, деревини та біомаси як альтернативних джерел енергії.

Банк надає переважну частину фінансової і технічної допомоги країнам, що розвиваються, підтримуючи конкретні проекти. Хоча МБРР та МАР надають свої позики на різних фінансових умовах, обидві інституції використовують однакові стандарти при оцінці якості проектів. Рішення щодо того, яка з організацій – МБРР чи МАР – фінансуватиме проект, залежить від економічної ситуації в країні, а не від характеристик проекту.

Країни-члени Банку, які є позичальниками, отримують від нього і технічну допомогу. Найзначніша частина фінансованої Банком технічної допомоги, яка недавно перевищила 1 млрд. дол. на рік, становить компонент позик та кредитів Банку, що надаються для інших цілей. Виріс і обсяг фінансованої Банком технічної допомоги для самостійних позик та підготовки проектів. Банк є виконавчою організацією щодо проектів технічної допомоги, фінансованих через Програму розвитку ООН, пов’язаних із розвитком сільського господарства і сільським будівництвом, розвитком енергетики та економічним плануванням. Враховуючи економічну ситуацію в багатьох країнах-членах, сьогодні Банк спрямовує технічну допомогу переважно на інституційний розвиток і розробку макроекономічної політики.

Кожен проект, що підтримується Світовим банком, розробляється у тісній співпраці з урядами країн та місцевими агентствами, а часто – разом з іншими багатосторонніми організаціями допомоги. Справді, близько половини проектів, яким Банк надав підтримку, отримували фінансування з інших джерел – від власних держав, багатосторонніх фінансових та експортно-кредитних інституцій, що безпосередньо фінансують купівлю товарів і послуг, а також з таких приватних джерел, як комерційні банки.

Надаючи послуги країнам, що розвиваються, Банк не конкурує з іншими джерелами фінансування. Він підтримує лише ті проекти, для яких у розумні строки не вдається залучити необхідний капітал з інших джерел. Своєю діяльністю Банк прагне зміцнити економіку країн, яким він надає позики, з тим, щоб вони могли відмовитися від використання його ресурсів і задовольняти власні фінансові потреби із традиційних джерел капіталу на прийнятних для них умовах.

Сфера діяльності Банку набагато ширша, ніж його кредитні операції. Оскільки рішення щодо позик залежать від економічного становища країни-позичальника, Банк ретельно вивчає її економіку та потреби галузей, в які планується спрямувати позики. Такий аналіз допомагає у визначенні відповідної довгострокової стратегії допомоги економічному розвитку.

Впродовж багатьох років здійснюється відхід країн від фінансування МБРР і МАР. Із 34 найбідніших країн, які отримували позики МАР, починаючи з перших років її діяльності, понад 20 країн досягли таких успіхів, що вже не потребують коштів МАР, і це дозволяє використати їх для допомоги країнам, що стали членами Банку пізніше. Також близько 20 країн, що раніше позичали кошти в МБРР, вже не потребують цих позик. Яскравим прикладом є Японія, яка протягом 14 років користувалася позиками МБРР, а нині сама позичає значні суми Банку.

Операції МВФ. У п’ятдесятирічній історії МВФ можна виділити два окремі періоди. Впродовж першого, який завершився у 1973 році, МВФ спостерігав за дотриманням загальної конвертованості основних валют, системою фіксованих обмінних курсів, прив’язаних до вартості золота, та надавав короткострокове фінансування країнам, які потребували швидкого вливання іноземної валюти для підтримання паритету своїх валют або пристосування до змін економічної ситуації. Труднощі, пов’язані з підтриманням фіксованих обмінних курсів, призвели до нестабільності монетарної і фінансової систем світу та змусили світове співтовариство замислитися над тим, як забезпечити найбільш ефективну діяльність МВФ за умови плаваючих обмінних курсів. Після п’яти років аналізу й переговорів (1973 – 1978) із внесенням поправок до статуту МВФ, якими розширювалися його функції, дозволяючи вирішувати проблеми, що постали після краху системи валютних паритетів, розпочався другий період діяльності МВФ.

По-перше, МВФ продовжує спонукати своїх членів до забезпечення обміну без обмежень національних валют на валюти інших країн-членів. Станом на травень 1996 року 116 країн-членів погодились на повну конвертованість національних валют. По-друге, замість здійснення моніторингу країн-членів щодо дотримання ними зобов’язань у системі фіксованого обмінного курсу, МВФ наглядає за економічними заходами, які впливають на платіжний баланс цих країн у легалізованому режимі плаваючого обмінного курсу. Нагляд забезпечує можливості раннього попередження будь-якої проблеми, пов’язаної з валютним курсом або платіжним балансом. МВФ у цьому випадку відіграє переважно консультативну роль. Він організовує регулярні (як правило, щорічні) наради зі своїми членами, аналізуючи їх економічне становище та повідомляючи про наявні та потенційні проблеми, зумовлені їх економічною політикою, а також інформуючи про це країни-члени. По-третє, МВФ продовжує надавати коротко- та середньострокову фінансову допомогу країнам-членам, які мають тимчасові труднощі з платіжним балансом. Ця фінансова допомога здебільшого включає надання МВФ конвертованої валюти для поповнення вичерпаних валютних резервів країни-члена, однак лише за умови, що уряд даної країни вживатиме заходів, спрямованих на коригування економічної політики, яка призвела до виникнення проблеми з платіжним балансом. Роль МВФ у таких випадках полягає не в подальшому субсидуванні дефіциту платіжного балансу, а в полегшенні складного переходу країни до життя відповідно до наявних засобів.

Як МВФ допомагає своїм членам на практиці? Отримання допомоги від Фонду залежить, перш за все, від платіжного балансу країни-учасниці, узгодженості його платежів і надходжень. Іноземні платежі повинні бути більш-менш збалансованими: в ідеальному випадку країна повинна отримувати стільки ж, скільки вона сплачує. Якщо фінансові проблеми призводять до того, що вартість валюти країни-учасниці та її товарів випадають із загального ряду, то неминучими будуть і труднощі з платіжним балансом. Якщо це станеться, то країна-учасниця на підставі статей Угоди може звернутися за допомогою до МВФ.

Для ілюстрації розглянемо приклад невеликої країни, основою економіки якої є сільське господарство. Аби полегшити торгівлю, її уряд, як правило, прив’язує національну валюту до конвертованої валюти: певну кількість одиниць національної валюти до одного долара США або одного французького франка. Незважаючи на те, що обмінний курс час від часу змінюють, щоб врахувати зміни у відносних цінах, ставку національної валюти здебільшого завищують, встановлюючи її, наприклад, таким чином, що одна одиниця національної валюти відповідає одному долару США, тоді як на підставі відносних цін можна припустити, що більш реалістичним було б співвідношення двох одиниць національної валюти до одного долара США. Однак уряди часто піддаються спокусі і погоджуються із завищенням курсу національної валюти, оскільки тоді імпорт дешевший, ніж він був би у разі встановлення належного курсу.

На жаль, існує й зворотний бік медалі – завищений курс національної валюти робить експорт дорожчим і, отже, менш привабливим для іноземних покупців. Тому якщо курс національної валюти завищений, то надходження від експорту зменшаться (експорт стає надто дорогим) і зростуть видатки на імпорт (імпортні товари дешеві і їм надається перевага порівняно із вітчизняними). Як наслідок, країна заробляє менше, видає більше, виникає борг і вона опиняється у скрутному становищі, яке до того ж зазвичай загострюється іншими економічними проблемами. Фермери, опинившись у ситуації, коли експорт їх продукції зменшився, а уряд встановив низькі ціни на внутрішньому ринку, змушені або займатись нелегальним експортом, або взагалі втрачають стимул до виробництва. Багато хто залишає сільське господарство й шукає роботу в перенаселених містах, що призводить до примноження соціальних та економічних проблем. Скорочення вітчизняного сільськогосподарського виробництва змушує державу використовувати і так незначні (внаслідок зменшення експортних надходжень) валютні резерви для закупок продовольства за кордоном. Платіжний баланс небезпечно спотворюється.

Країна, що є членом МВФ, у такій скрутній ситуації може звернутися до Фонду за консультативною та фінансовою допомогою. Спільними зусиллями вони можуть спробувати усунути причини платіжного дисбалансу, розробляючи комплексну програму, яка, залежно від конкретної ситуації, може містити підвищення цін виробника на сільськогосподарську продукцію, що сприятиме виробництву і запобігатиме міграції до міст; зниження відсоткових ставок, щоб підвищити доступ до кредитів та впровадити зміну валютного курсу таким чином, щоб він відображав світові ціни, обмежуючи цим імпорт і підвищуючи конкурентоспроможність експорту.

Оскільки реорганізація економіки, пов’язана із впровадженням цих реформ, є болісною і потребує чималих коштів, МВФ надаватиме позики для субсидування стратегічних реформ впродовж перехідного періоду. Для забезпечення найбільш ефективного використання цих коштів, МВФ здійснює ретельний нагляд за економічними успіхами країни у цей час, надаючи, у разі потреби, технічну допомогу та інші консультативні послуги.

Крім підтримки своїх членів, МВФ надає технічну допомогу центральним банкам, для встановлення та реформування податкових систем, а також створення агентств, що займаються збором та поширенням економічних статистичних даних. МВФ має право випускати особливий вид грошей, так звані СДР (спеціальні права запозичення), щоб забезпечити своїх членів додатковою ліквідністю. СДР, які з технічного погляду є фідуціарними активами, можуть зберігатися країнами-членами як частина їх монетарних резервів або використовуватися замість національних грошових одиниць в операціях з іншими країнами. Досі МВФ випустив трохи більше 21,4 млрд. СДР, що становить приблизно 30 млрд. дол. США.

Впродовж кількох останніх років МВФ у відповідь на зростаючий інтерес світового співтовариства до повернення до стабільнішої системи обмінних курсів, що дозволило б зменшити нинішні коливання вартості валют, зміцнює контроль за економічною політикою країн-членів. У статтях Угоди МВФ існують положення, які дозволяють Фонду відігравати активнішу роль, якщо світова спільнота вирішить здійснювати жорсткіше управління плаваючими обмінними курсами або навіть повернутися до системи фіксованих валютних курсів.

Оцінити успіхи діяльності МВФ протягом десятиліть складно, оскільки завдання МВФ полягає у відверненні фінансових криз або запобіганні їх загостренню. Більшість спостерігачів вважає, що до успіхів МВФ необхідно віднести відвернення кризи боргів у 80-х роках, яка могла призвести до краху світової фінансової системи. Фонд здобув також певне визнання, надаючи допомогу у створенні ринкової економіки в країнах колишнього Радянського Союзу та швидко відреагувавши на кризу мексиканського песо у 1994 році, проте основна його заслуга полягає у постійній ненав’язливій підтримці довіри до міжнародної системи. Ви ніде не побачите моста або лікарні, побудованої МВФ, однак, купуючи японський фотоапарат та керуючи автомобілем іноземного виробництва або без проблем обмінюючи долари та фунти на іншу валюту під час відпустки, ви користуєтесь розвитком міжнародної торгівлі протягом останніх п’ятдесяти років та конвертованістю валюти, що було б неможливим без світової монетарної системи, яку було створено за підтримки МВФ.

Співпраця між МВФ та Світовим банком. Хоча Світовий банк і МВФ – це окремі установи, між ними налагоджено тісну співпрацю, яка розпочалася з моменту заснування цих установ і стала ще міцнішою, починаючи з 70-х років. Відтоді у діяльності Банку дедалі сильніше враховувалося усвідомлення того факту, що прискорення економічного й соціального розвитку відбувається лише у разі втілення обґрунтованої фінансової та економічної політики. МВФ дійшов висновку, що хибна фінансова й економічна політика часто тісно пов’язана з довгостроковим неефективним використанням ресурсів, і таку ситуацію важко виправити короткостроковими коригуваннями фінансової політики. Так, наприклад, навряд чи принесе користь розробка Банком довгострокового проекту зрошення, який має сприяти експорту бавовни, якщо ситуація з платіжним балансом країни настільки нестабільна, що ніхто з іноземних покупців не хоче мати з нею справи. З іншого боку, мало користі дасть допомога МВФ у встановленні обґрунтованого обмінного курсу національної валюти країни, якщо виробництво бавовни на експорт не дозволить підтримувати цей обмінний курс впродовж середньо- або довгострокового періоду. Ключ до вирішення цих проблем – реструктуризація галузей економіки таким чином, щоб можна було реалізувати економічний потенціал проектів у всьому народному господарстві; стабільність економіки дозволить підвищити ефективність окремого проекту.

Близько 75 % позик Банку спрямовуються в конкретні проекти будівництва доріг, дамб, електростанцій, розвитку сільськогосподарських і промислових підприємств. Оскільки у 80-х роках розпочався загальний спад світової економіки, Банк розширив свої кредитні операції, включивши до них позики, призначені на структурну перебудову та галузеву адаптацію. Вони дозволяють країнам, що розвиваються, пристосувати свою економічну політику та перебудувати наявні структури з урахуванням серйозних проблем платіжного балансу, які загрожують економічному розвитку. Основною метою позик на структурну перебудову й адаптацію є реструктуризація економік країн, що розвиваються, і створення бази для сталого економічного розвитку. Позики підтримують програми, спрямовані на запобігання і відвернення економічних криз за допомогою економічних реформ і змін в інвестиційних пріоритетах. Використовуючи так зване кредитування на базі економічних заходів, Банк стимулює економічне зростання у країнах із значним боргом, зокрема, в країнах Латинської Америки та африканських країнах, що розташовані на південь від Сахари, які втілюють (часто болісно у соціальному плані) розраховані на довгострокову перспективу програми економічної адаптації.

МВФ переглядає свою політику обмеження фінансової допомоги короткостроковими кредитами. Оскільки дефіцити платіжного балансу зростають, а довгострокові структурні реформи економік країн-членів мають на меті їх ліквідацію, МВФ збільшив обсяг і строк доступу до фінансової допомоги. Таким чином, МВФ визнав, що проблеми з платіжним балансом зумовлені лише тимчасовим браком ліквідності і неадекватною фінансовою та бюджетною політикою, тривалими перекосами в структурі економік країн-членів, виправлення яких вимагає реформ, розрахованих на багато років. Це передбачає тіснішу співпрацю зі Світовим банком, який має досвід і вміння, необхідні для усунення структурних перешкод на шляху до зростання.

Наслідком зосередження останнім часом уваги на структурних реформах стало тісне поєднання зусиль Світового банку і МВФ та обмін конкретним досвідом. Таке зближення прискорила криза боргів, зумовлена неспроможністю країн, що розвиваються, сплачувати величезні позики, які вони взяли наприкінці 70-х і на початку 80-х років. Криза боргів показала, що економічний розвиток може бути стабільним лише у разі ефективного використання ресурсів за умови існування стабільного монетарного та фінансового середовища.

Базою для співпраці Банку з МВФ є регулярна та часта взаємодія економістів і фахівців, що займаються оформленням позик і працюють в одній країні. Внесок персоналу Банку у цей взаємний обмін полягає у довгостроковому підході до повільного процесу розвитку та в ґрунтовному знанні структурних вимог і економічного потенціалу країни. Внесок персоналу МВФ – це його власне бачення повсякденних можливостей країни підтримувати потік платежів кредиторам та залучати від них інвестиційне фінансування, а також ступеня інтегрованості країни в світову економіку. На додаток до такого обміну інформацією здійснюється координація надання фінансової допомоги країнам-членам. Так, наприклад, Банк схвалює позики на структурну перебудову та галузеву адаптацію для більшості країн, які користуються його фінансовою підтримкою. Крім того, обидві інституції заохочують інших кредиторів, як приватних, так і урядових, брати участь у спільному фінансуванні проектів та мобілізують кредити для країн, які їх потребують. Співпраця між Бреттон-Вудськими інституціями має два наслідки: визначення програм, які сприятимуть зростанню в стабільному економічною середовищі, та координація фінансування, яке забезпечить успіх цих програм. Інші кредитори (зокрема, комерційні банки) часто надають кредити лише після того, як переконаються у задовільному виконанні країною-позичальником програми структурної перебудови.

В останнє десятиріччя співпрацю між Банком та МВФ було офіційно визнано встановленням процедур МВФ, які передбачають надання кредитів найбіднішим країнам-членам за ставками, нижчими від ринкових. Ці процедури дозволяють МВФ спрямувати кошти на суму до 12 млрд. дол. США приблизно 70 країнам, які здійснюють структурну перебудову економіки з метою покращання платіжного балансу і прискорення економічного зростання. Світовий банк приєднався до МВФ, надаючи додаткові кошти цим країнам через МАР. Однак МАР може забезпечити фінансування лише незначної частки мінімальних потреб у зовнішньому пільговому кредитуванні. На щастя, уряди ряду країн та міжнародні агентства схвально відгукнулися на спеціальну програму дій Банку, призначену для країн із низькими доходами та значними боргами, гарантуючи додаткових 7 млрд. дол. США для програм спільного фінансування, розроблених Банком.

Світовий банк та МВФ мають різні повноваження, що дозволяють їм (кожному у свій спосіб) робити внесок у стабільність світової монетарної і фінансової системи та забезпечення збалансованого економічного розвитку в усіх країнах-учасницях. З часу їх створення перед обома інституціями постали проблеми, пов’язані з необхідністю пошуку нових шляхів допомоги своїм членам за умов змінних економічних обставин. Банк розширив допомогу, переорієнтувавшись з окремих проектів на ширші аспекти економічної реформи. Водночас МВФ вийшов за межі простого коригування платіжних балансів і брав участь у структурних реформах економік своїх членів. Деяка подібність діяльності цих двох інституцій неминуча, внаслідок чого важливого значення набуває співпраця між Банком і МВФ. Розробка програм, які сприятимуть більш повній інтеграції економік країн-учасниць у світову монетарну та фінансову систему і водночас стимулюватимуть економічне зростання, і надалі залишається найважливішою проблемою обох Бреттон-Вудських інституцій.

Основні функції та завдання Міжнародного валютного фонду та Світового банку

Основні функції та завдання Міжнародного валютного фонду та Світового банку

Міжнародний валютний фонд

Світовий банк

Наглядає за міжнародною монетарною системою

Забезпечує стабільність валютних курсів та впорядковує валютні відносини країн-учасниць

Допомагає усім своїм членам – як розвиненим країнам, так і країнам, що розвиваються, – подолати тимчасові труднощі з платіжним балансом, надаючи їм коротко- та середньострокові кредити

Поповнює валютні резерви своїх членів шляхом розміщення СДР (спеціальних прав запозичення). Досі країнам-членам було надано пропорційно до їх квот 214 млрд. СДР

Формує власні фінансові ресурси головним чином за рахунок внесків за квотами країн-учасниць

Має у розпорядженні повністю сплачені квоти на загальну суму 145 млрд. СДР (близько 215 млрд. дол. США)

Має у своєму штаті 2 300 працівників з 182 країн-членів Прагне сприяти економічному розвитку найбідніших країн світу

Надає допомогу країнам, що розвиваються, шляхом довгострокового фінансування проектів і програм розвитку

Надає найбіднішим країнам, що розвиваються, ВНП на душу населення яких не перевищує 865 дол. США на рік, спеціальну фінансову допомогу через Міжнародну асоціацію розвитку (МАР)

Сприяє розвитку приватних підприємств у країнах, що розвиваються, через свою організацію-філію – міжнародну фінансову корпорацію (МФК)

Формує основну частину власних фінансових ресурсів, роблячи запозичення на міжнародному ринку облігацій

Володіє акціонерним капіталом у розмірі 184 млрд. дол. США, частка внесків країн-учасниць у якому становить близько 10 %

Має у своєму штаті 7000 працівників з 180 країн-учасниць

Питання для перевірки засвоєних знань

1. У яких формах мають право здійснювати свою діяльність іноземні інвестори?

2. Наведіть основні ознаки іноземних інвестицій.

3. Назвіть основні форми виходу на зарубіжні ринки.

4. Охарактеризуйте проблеми іноземного інвестування в Україні.

5. Що негативно впливає на інвестиційний клімат в Україні?

6. Назвіть основні документи, що регламентують діяльність іноземних інвесторів.

7. Які пільги передбачено законодавством іноземним інвесторам?

8. Назвіть основні інститути міжнародної інвестиційної діяльності.

9. Які основні функції та завдання Міжнародного валютного фонду та Світового банку?

10. Охарактеризуйте операції, які виконує МВФ.

Тести для проведення контролю

До числа іноземних інвесторів відносять наступні категорії суб’єктів:

а) іноземні юридичні особи, іноземні фізичні особи, іноземні держави, міжнародні організації, вітчизняні фізичні особи;

б) міжнародні організації, іноземні держави, вітчизняні громадяни, що проживають за кордоном, іноземні фізичні особи (іноземні особи, особи без громадянства);

в) іноземні юридичні особи, іноземні держави, Національний банк України, іноземні фізичні особи;

г) міжнародні організації, іноземні юридичні особи, іноземні фізичні особи, іноземні держави, вітчизняні страхові компанії.

Глава 4. Вільні економічні зони

4.1. Історичні аспекти створення вільних економічних зон (ВЕЗ).

4.2. Сутність ВЕЗ та їх роль у залученні іноземних інвестицій.

4.3. Нормативна база створення та діяльності ВЕЗ.

4.4. Сучасний стан ВЕЗ в Україні.

Ключові слова: вільна економічна зона, спеціальна економічна зона, мито, митниця, митний режим, протекційна система, венчурні фірми, зовнішньоторговельні зони, комплексні виробничі зони, науково-технічні зони, туристсько-рекреаційні зони.

4.1. Історичні аспекти створення ВЕЗ

Історично склалося так, що вихідною ознакою ВЕЗ є особливий режим митного оподаткування. Це пояснюється тим, що основною формою міжнародного економічного співробітництва тривалий час була міжнародна торгівля. Майже 2000 років тому (у 166 р. до н. е.) з метою сприяння торгівлі влада грецької держави острова Делос проголосила першу документально відому вільну зону. На острові приїжджі купці звільнялися від податків, мита та виконання адміністративних формальностей. Делос відігравав помітну посередницьку роль у торгівлі між Заходом та Сходом протягом 80 років.

Уже в середні віки міжнародний товарообмін потерпав від жорсткого митного режиму, якого дотримувалася більшість європейських держав. Митна процедура була дуже громіздкою та пов’язаною із значними додатковими витратами на оплату мита. На цей час припадає виникнення перших районів «порто-франко» в портових містах – Гамбурзі, Бремені, Марселі, Ліворно та ін.

Територія «порто-франко» відмежовувалася від решти території спеціальним митним кордоном. Рух товарів між «порто-франко» та закордонними державами здійснювався без митних формальностей та сплати мита. При просуванні товарів в середину країни застосовувався звичайний митний режим. У межах «порто-франко» допускалася різноманітна промислова та торговельна діяльність. В усіх інших випадках «порто-франко» (за винятком вільних міст Ганзейського союзу) підпорядковувався державному режиму. Режим «порто-франко» вводився не тільки для розвитку зовнішньої торгівлі, але й для економічного підйому тієї чи іншої області. У таких районах інтенсивніше розвивалась промисловість, транзитні перевезення, забезпечувалося стабільне постачання населення товарами, які не вироблялися в даній країні. На початку ХХ століття «порто-франко» існували в Гібралтарі, на Мальті, в Суліні, Сінгапурі, Адені. Першим праобразом ВЕЗ стало отримання статусу «вільного порту» в 1595 р. містом Генуя (Італія).

У ХХ ст. на зміну «порто-франко» приходять нові інструменти, покликані послабити несприятливий вплив протекціонізму на світову торгівлю: створюються вільні склади в портах для зберігання транзитних вантажів чи привезених та ще не проданих товарів. Експорт-імпорт товарів із цих складів був вільним від митних зборів та формальностей. Склади були громадськими (знаходилися у підпорядкуванні митниці) та приватними (належали приватним особам). Склади були спільними для зберігання будь-яких товарів до п’яти років або обмеженими для зберігання певних товарів до шести місяців. На складах допускалися сортування, роботи щодо запобігання товарів від порчі та їх реалізація.

Одночасно почало практикуватися повернення мита з імпортованого товару у випадку його переробки та реекспорту в установлений термін, а також безмитне ввезення та вивезення товару з обов’язковим здійсненням зворотної операції протягом певного часу. Однак спочатку повністю перебороти недоліки протекціоністської системи не вдалося через труднощі контролю за збереженням та рухом товарів, розрахунків при поверненні мита тощо.

Тому в кінці ХІХ – на початку ХХ ст. з’являються «вільні гавані» – спеціально відведені місця в портових містах, куди дозволялося привозити іноземні товари без мита та дотримання митних формальностей, зберігати їх без обмеження терміну, обробляти аж до промислової переробки та проводити торгові операції. На відміну від «порто-франко», на території «вільної гавані» не дозволялося проживання осіб, які не мали відношення до експлуатації та охорони гаваней, заборонялася роздрібна торгівля, споживання неоплачених митом товарів.

У квітні 1817 року для стимулювання розвитку місцевої промисловості приймається рішення про створення зони «порто-франко» в Одесі. Відкриття відбулося 15 серпня 1819 року після завершення робіт із створення митних огорож у вигляді ровів, валів і т. ін. У «порто-франко» діяли наступні правила. В Одесу дозволялося вільне (без митного огляду, подання декларації та сплати мита) ввезення будь-яких іноземних товарів, включаючи товари, що були заборонені для ввезення в Росію. Вивезення із Одеси іноземних товарів для продажу всередині країни допускалося тільки через митні кордони за правилами загального тарифу із сплатою мита та на основі положень, що регулювали ввезення в Росію іноземних товарів. Тому всі товари, що надходили в Одесу і ввезення яких у Росію заборонялося тарифом, могли пропускатися через «порто-франко» лише транзитом для наступного вивезення за кордон. За такої системи мито сплачували не одеські підприємці, а покупці іноземних товарів всередині країни.

Експорт товарів із Одеси за кордон проводиться відповідно до загального порядку. Тому заборонені тарифом до експорту з Росії товари не могли вивозитися із одеського порту. Завезені в Одесу із Росії товари не обкладалися митом. Останнє стягувалося лише з товарів, які експортувалися, при їх завантаженні на кораблі в порту відповідно до правил загального тарифу.

Економічний механізм «порто-франко» є досить гнучким та удосконалювався у міру досягнення поставлених початкових цілей, насиченості внутрішнього ринку, розвитку місцевої промисловості та ін.

Так, у 1822 році було вирішено скоротити території вільної зони та перенести її межу безпосередньо до міської околиці для обмеження можливостей контрабандного ввезення товарів у країну. Крім того, з усіх іноземних товарів почали стягуватися збори в розмірі 20 % встановленого тарифом мита з метою здійснення контролю за кількістю товарів, які завозилися до Одеси. Цей збір надходив у розпорядження міської влади та використовувався на утримання складів зберігання безмитних товарів, ровів, валів, застав на кордоні «порто-франко». При продажу всередині країни раніше завезених в Одесу з-за кордону товарів доплачувалася митна різниця. Жителі Одеси мали право провозити в країну безмитно тільки одягнене на них імпортне взуття та одяг. Ввезення із країни в Одесу національних товарів та вивезення їх назад у країну дозволялося без митного оподаткування.

Успіх «порто-франко» в місті був обмежений. Початкові цілі були досягнуті не повністю. Одеса в період існування «порто-франко» мала значення лише національного порту зовнішньої торгівлі (в основному транзитної) і не стала великим портом міжнародної торгівлі. «Порто-франко» в Одесі припинив існування в серпні 1857 р., що не відобразилося на зростанні зовнішньоторгового обороту порту.

Промисловість в Одесі розвивалася повільно через відсутність водних та лісових ресурсів, високу вартість робочої сили. Негативним аспектом діяльності «порто-франко» став широкий розвиток контрабандного ввезення безмитних товарів всередину країни, а також недоотримання бюджетом 15 млн. руб. у вигляді мита.

У ХХ ст. в умовах зростання вивозу капіталу, монополістичного розподілу світу, міжнародного розподілу праці процес інтернаціоналізації виробництва набув загального характеру. Відповідно ускладнився набір інструментів державного регулювання участі національної економіки у світових зв’язках.

Це не могло не вплинути на риси вільних економічних зон. Вони стали більш різноманітними за своїм призначенням. Розширення господарських функцій зон вимагало ускладнення їх механізму, в результаті чого особливий митний режим доповнився податковим та фінансовими інструментами регулювання. Розвиток комунікацій дозволив створювати зони не тільки в портових районах. З часом термін «вільна зона» почав застосовуватися до районів, де діє та чи інша системи фінансових та інших пільг щодо підприємця і які, як наслідок, є дещо економічно відокремленими від решти території країни.

Сьогодні за функціональними ознаками можна виділити три категорії вільних зон, маючи на увазі, що на практиці зустрічаються перехідні або комплексні форми, які не можуть беззастережно відноситися до тієї чи іншої категорії.

До першої категорії можна умовно віднести зони вільної торгівлі, які є прямими послідовниками традицій «порто-франко». Це частина суверенної території держави, де товари іноземного виробництва зберігаються, продаються та купуються без сплати звичайних у таких випадках митних платежів, іншими словами, це безмитна торговельна та складська зона, яка, залишаючись частиною національної території, з точки зору фінансового режиму розглядається як територія, що знаходиться за межами державного кордону. Найбільш розповсюджений різновид таких зон – «д’юті фрі» – магазини у великих міжнародних аеропортах. Практично в усіх країнах Західної Європи, США, у багатьох інших країнах права вільної торгівлі розповсюджуються на значні за розмірами площі, які використовуються для обслуговування оптової торгівлі.

Вільні зони такого типу вирішують обмежене коло питань. Широкому розповсюдженню вони зобов’язані не тільки тій ролі, яку відіграють в обслуговуванні зовнішньої торгівлі, але й тому, що їх створення не пов’язано з великими витратами чи організаційними складностями. Тому їх засновниками часто виступають місцева влада чи консорціуми, які створюються зацікавленими фірмами. Передумовами створення торгових зон є вигідне географічне положення (близькість до міжнародних транспортних артерій, великих промислових центрів, районів прикордонної торгівлі тощо), наявність розвиненої інфраструктури, включаючи під’їзні шляхи, складські приміщення, вантажні термінали, стале електро-, водо- та теплопостачання.

Дохід країни, що створила зону, складається із надходжень від орендної плати за використання приміщень і механізмів, які знаходяться в зоні. Сучасні вільні торгові зони надають широкий спектр послуг, починаючи від сортування та упаковування товарів аж до їх часткової переробки. У такому випадку вони вже виступають як перехідна форма, що наближається за своїми характеристиками до більш складних промислових експортних зон.

Зони вільної торгівлі є типовими економічними анклавами. Від території приймаючої країни вони відокремлені внутрішнім кордоном; постачання товарів із зони на внутрішній ринок, як і постачання з-за кордону, передбачає сплату митних зборів та проходження інших формальностей. Ці зони мають обмежений вплив на економіку країни в цілому. Однак існування зони може дати відчутний ефект у масштабах регіону, оскільки її створення та освоєння пов’язано з надходженнями додаткових капіталовкладень, будівництвом доріг та інших об’єктів інфраструктури, зростанням зайнятості, підвищенням доходів місцевого бюджету (у т. ч. валютних) тощо. Тому ініціатором вільних торгових зон часто виступає місцева влада.

До другої групи вільних зон належать ті, що безпосередньо не пов’язані з обслуговуванням зовнішньої торгівлі. Історично вихідне поняття вільної зони тут розмивається, бо митні пільги відходять на другий план або взагалі відсутні, а основну роль відіграють фінансові та валютні важелі. До даної групи зазвичай відносять банківські та страхові зони і технологічні парки. Між цими варіантами існують великі відмінності. Сам термін «зона» в деяких випадках може використовуватися лише умовно, оскільки найчастіше особливий режим господарювання розповсюджується не на територію, а вибірково на певний тип підприємства (так звана «крапкова зона»).

Про вільні банківські чи страхові зони говорять у тих випадках, коли хочуть охарактеризувати особливості діяльності транснаціональних банківських та фінансових корпорацій у невеликих острівних державах і територіях (Багамські, Бермудські, Кайманові острови тощо), які побудували добробут на тому, що створили у своїх межах максимально ліберальний режим для функціонування таких корпорацій. Єдиним суттєвим обмеженням є те, що тут заборонено укладати угоди з резидентами приймаючої сторони. У цілому режим надзвичайно сприятливий: відсутні обмеження щодо обсягу інвестицій та характеру операцій, які здійснюються; не встановлено обов’язковий рівень ліквідності для діючих тут банків; допускається повне або часткове звільнення від податків прибутку, процентів, що переводяться за кордон. Стягуються лише податки на нерухомість, збори за реєстрацію, гербові збори та ін. Нині більш ніж третина операцій світового ринку капіталів сконцентрована в офшорних фінансових центрах. У найбільшому з них – м. Насау – діє близько 9000 іноземних банків.

Такі зони існують і в промислово розвинених країнах. Тут вони розвиваються ніби на противагу офшорним центрам у країнах, що розвиваються, з метою підпорядкування операцій на міжнародному ринку позикових капіталів національній валютній владі. Так, у кінці 1981 року в Нью-Йорку була відкрита міжнародна зона банківських послуг. Американській владі для цього не знадобилися великі капіталовкладення: нью-йоркським банкам дозволили створювати відділення з деякими правами іноземних відділень банків США. Розрахунок було зроблено на те, щоб дозволити американським банкам проводити безпосередньо на території Нью-Йорка ті операції, які раніше вони були змушені здійснювати через філії в Лондоні, на Багамських островах і т. д. Це мало успіх і супроводжувалося зростанням валютних внесків на рахунках нью-йоркських банків.

Приклад міжнародної зони банківських послуг у Нью-Йорку дозволяє зробити висновок про важливу особливість використання вільних зон: вони несуть значне навантаження як інструмент держаного регулювання для вирішення регіональних чи галузевих завдань. Так, нью-йоркська зона була покликана підняти значення найбільшого міста США як міжнародного фінансового центру. Ще більше така спрямованість помітна у випадку підприємницьких зон (найбільше поширення отримали на початку 80-х років у Великобританії і США) та «технологічних парків» (США, ФРН, Японія, Сингапур).

Підприємницькі зони виникли як породження неоконсервативного варіанта регіональної політики, яка спрямована на пожвавлення головним чином дрібного та середнього бізнесу в депресивних районах за рахунок надання підприємцям більшої свободи діяльності та значних фінансових пільг. В Англії, наприклад, у підприємницькій зоні Свонсі влада на пільгових умовах здає в оренду виробничі приміщення, надає підприємствам відстрочки у сплаті місцевих податків і т.д. Специфіка програми полягає в тому, що головний пріоритет надається створенню робочих місць переважно у сфері послуг, причому організатори зони прагнуть, щоб переваги отримували дрібні підприємці, а не філії великих фірм. Економія коштів досягається завдяки спільному використанню інфраструктурних об’єктів. Підприємницькими зонами проголошуються населені пункти, квартали в містах, де завмерло економічне життя. Вони не мають визначених меж та виділяються лише статусом фірм, що там розміщені.

У США підприємницькі зони створюються для відродження депресивних областей і районів у 37 штатах. Використовуються такі стимули, як звільнення від податків, що діють у гуртовій та роздрібній торгівлі, податків із коштів, що йдуть на оплату комунальних послуг, а також податкові пільги на капіталовкладення та прибутковий податок.

Більше половини підприємницьких зон у США виникло протягом усього лише 5 років (з 1980 до 1985). У той же період були сформовані аналогічні зони у Великобританії. Це не випадково. З одного боку, в обох країнах на початку 80-х років безробіття досягло рекордного рівня. З іншого – анклавні вільні зони як елемент територіальної політики з’явилися в руслі неокласичної економічної концепції. Створення зон супроводжувалося зниженням державного втручання в регіональну економіку, скороченням доходів бюджету та зростанням залишків коштів у розпорядженні платників податків.

Технологічні парки, технополіси заявили про себе як нова ефективна форма інтеграції науки і виробництва, що сприяла прискореному впровадженню передових науково-технічних розробок у виробничу практику. Вони звичайно є територіально об’єднаною сукупністю лабораторних і виробничих приміщень, що надаються на сприятливих умовах в оренду так званим «венчурним» (ризиковим) фірмам, які займаються комерційним освоєнням перспективних наукових та технологічних ідей. Венчурні фірми користуються й іншими перевагами: в Сингапурі, наприклад, це державне фінансування 50 % витрат на науково-дослідні і конструкторські роботи (НДІКР), прискорена амортизація науково-технічного обладнання, присвоєння компанії в галузі НДІКР статусу «піонерської», що звільняє її від сплати податку на прибуток тощо.

Для підприємницьких зон і технологічних парків, які розташовані, в основному, в промислових зонах, характерно те, що вони в більшості орієнтовані на вирішення внутрішніх економічних завдань через мобілізацію чи перегрупування національних ресурсів, будь то капітал, технологія чи робоча сила. Тут звичайно не існує спеціального механізму, спрямованого на залучення іноземних інвестицій, хоча вільні зони для них не закриті. Однак іноземний капітал бере участь в їх діяльності, як правило, на рівних правах із національним капіталом.

З усіх варіантів вільних зон в останні роки найбільший резонанс у світі мали експортні промислові зони, які за сукупністю рис виділяються в особливу категорію. Їх історію прийнято відраховувати з моменту створення в кінці 50-х років вільної зони неподалік ірландського аеропорту Шеннон. Незважаючи на європейське походження, поширилися вони майже винятково в країнах, що розвиваються, де стали розглядатися як одна із важливих ознак та інструментів переходу від стратегії імпортозаміщення до заохочення експортного виробництва. Їх популярність ще більше виросла у 80-і роки, коли ряд країн, що розвиваються, з експортною орієнтацією економіки значно наблизилися за багатьма економічними показниками до промислово розвинених.

Зони експортного виробництва заслуговують особливої уваги. Справа не тільки в тому, що порівняно з іншими типами зон вони посідають найбільш значне місце в системі світових зв’язків. Вони відрізняються тим, що призначені для вкладення прямих іноземних інвестицій у промисловість і послуги. Такі ж завдання ставляться перед вільними економічними зонами в нашій країні.

4.2. Сутність ВЕЗ та їх роль у залучення іноземних інвестицій

За оцінками іноземних спеціалістів, сьогодні нараховується близько 3000 вільних економічних зон, у яких створено майже 3 млн. робочих місць.

Вільні економічні зони можна класифікувати наступним чином:

– вільні економічні зони, які виступають організаційною формою активізації експорту, залучення іноземних інвестицій;

– вільні економічні зони як форма регіональної політики для стимулювання соціально-економічного розвитку депресивних регіонів;

– вільні економічні зони, в яких поєднуються характеристики перших двох зон.

Згідно з рішеннями Кіотської конференції (1973), під вільною економічною зоною розуміють частину території країни, на якій товари розглядаються як об’єкти, що знаходяться за межами митної території, і не підлягають звичайному митному контролю та оподаткуванню.

Згідно із законодавством України спеціальна (вільна) економічна зона визначається як частина території України, на якій створюється і діє спеціальний правовий режим економічної діяльності, порядок використання та дії законодавства України.

Поняття вільної економічної зони (ВЕЗ) – правова категорія, що широко використовується інститутами Міжнародної організації праці, Центром ООН щодо транснаціональних корпорацій, Всесвітньою асоціацією вільних економічних зон, документами Євросоюзу.

У світовій практиці ВЕЗ розглядаються за формами, які відображають їх специфічну модифікацію, своєрідність тієї чи іншої країни.

Одна із перших сучасних спеціальних виробничих зон з’явилися в 1959 р. в Ірландії, в аеропорту «Шенон» на площі 15 га з метою створення 300 нових робочих місць. Через 15 років там нараховувалося вже 2300 робочих місць. Створена в Англії в 1982 році зона в аеропорту «Дог Айленд» на площі 2000 га залучила більше 1 млрд. фунтів стерлінгів і дозволила створити 2500 нових робочих місць.

Із 1978 року в Китаї почалося створення спільних підприємств за участю іноземного капіталу. ІІІ Пленум ЦК КПК прийняв рішення про створення ВЕЗ у 14 прибережних містах із населенням понад 20 млн. Ці ВЕЗ забезпечують сьогодні майже 2/3 зовнішнього товарообігу країни. До них надійшло іноземних інвестицій: за перші десять років – 22 млрд. дол., 1992р. – 11 млрд., 1993р. – 29 млрд., 1994р. – 110 млрд. дол.

Повноваження, що були надані адміністраціям цих економічних зон:

– самостійність у розробці і затвердженні всіх інвестиційних проектів;

– широкі повноваження в регіональному аспекті управління;

– самостійність в регулюванні ставок орендної плати, плати за комунальні послуги, тарифів, бюджетних платежів місцевого рівня;

– повне розпорядження частиною виготовленої у ВЕЗ продукції;

– реєстрація підприємств із пільговим режимом діяльності;

– координація діяльності місцевих підрозділів центральних контролюючих органів.

При цьому держава залишається гарантом проведення експерименту у цілому, а також у пільговому проходженні інвестиційних проектів.

У США ВЕЗ розглядають як особливу позитивну силу в торговому і економічному розвитку. Особливість таких зон – жорстке правове регулювання як із центру (Вашингтон), так і в регіонах. «Силікон – Велле» – найбільша в США зона, яка дає 20 % світового виробництва засобів обчислювальної техніки і комп’ютерів. У ній зайнято 20 тис. чоловік. Найближчим часом у США планується створення до 1000 ВЕЗ, обсяг інвестицій повинен досягти понад 3 млрд. дол. Виникне майже 100 тис. робочих місць. Сьогодні у ВЕЗ США здійснюється наступна діяльність:

– складування, випробовування, ремонт та утилізація комплектуючих деталей електронних виробів;

– складування та переупаковка товарів на експорт в Канаду та Мексику;

– виробництво запасних частин для легкових та вантажних автомобілів вітчизняного та іноземного виробництва;

– виробництво коштовностей, музичних інструментів, іграшок, парфумів, комп’ютерів, оптичної техніки.

Американський досвід показує, що у ВЕЗ створюються умови для стимулювання виробництва суспільно необхідних товарів, виробництво яких відчуває дискомфорт у системі традиційних виробничих відносин.

Досить ефективно ВЕЗ працюють у Сингапурі, Південній Кореї, Малайзії, Маврикії.

Але не скрізь спроби створити ВЕЗ були успішними. У Шрі Ланка, Гватемалі, Ліберії, Сенегалі тощо ВЕЗ постраждали від політичної нестабільності та громадських зворушень, від надзвичайно заплутаної, з точки зору інвесторів, системи пільг та стимулів.

У 1987 – 1988 роках обговорювалося питання створення ВЕЗ у Виборзькій та Находкінській областях. В обох випадках мова йшла про невеликі прикордонні території. Але в 1989 – 1990 роках без практичного досвіду почалося створення більш масштабних ВЕЗ: Зеленоград («Технополіс Зеленоград»), Калінінська обл. («Янтарь»), Єврейська Автономна область («Єва»), Кемеровська обл. («Садко»), Сахалінська обл.

Зони створили, але очікувана економічна ефективність не була досягнута. Основна причина: на значній території Росії неможливо було встановити пільгове законодавство, особливо у сфері податків, оскільки це призвело б до різкого скорочення доходів державного бюджету.

4.3. Нормативна база створення та діяльності ВЕЗ в Україні

Діяльність вільних економічних зон в Україні, процедуру їх створення, взаємовідносини з місцевою виконавчою владою регламентує ціла низка законів. Але наріжним каменем цього процесу є «Концепція створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні», затверджена Постановою Кабінету Міністрів від 14.03.94 № 167.

Згідно з чинним законодавством України під ВЕЗ розуміється частина території, на якій встановлюється спеціальний правовий режим економічної діяльності та особливий порядок застосування чинного законодавства.

Суть створення вільних економічних зон полягає в необхідності вирішення нагальних проблем виходу народного господарства України з економічної кризи шляхом:

– залучення іноземних і вітчизняних інвестицій;

– стимулювання виробництва;

– досягнення збалансованості економічного розвитку відповідних регіонів країни;

– ефективного розміщення та використання їх матеріальних, трудових та інших ресурсів.

Отже, серед стратегічних напрямів створення і функціонування ВЕЗ в Україні, що виступають як провідні елементи політики відкритої економіки і відіграють важливу роль у міжнародних відносинах, є визначення сприятливих умов для національного та інтернаціонального підприємництва, руху товарів і капіталів.

ВЕЗ забезпечують належні правові та економічні умови для концентрованого залучення іноземних інвестицій, інтенсивного впровадження передових технологій, удосконалення галузевої структури виробництва й соціально-економічного розвитку територій, збільшення валютних надходжень, підготовки кваліфікованих кадрів тощо.

В Україні вільні економічні зони створюються з метою:

– залучення іноземних інвестицій та сприяння їм;

– активізації спільно з іноземними інвесторами підприємницької діяльності для нарощування експорту товарів і послуг;

– поставок на внутрішній ринок високоякісної продукції та послуг;

– залучення та впровадження нових технологій, ринкових методів господарювання;

– розвитку інфраструктури ринку;

– покращання використання природних та трудових ресурсів;

– прискорення соціально-економічного розвитку України.

При створенні вільних економічних зон враховуються певні фактори розміщення:

– місцезнаходження ВЕЗ повинно сприяти зовнішнім і внутрішнім можливостям для реалізації намічених цілей;

– наявність достатнього ресурсного потенціалу (природнокліматичні умови, науково-виробничий потенціал, трудові ресурси);

– забезпеченість об’єктами виробничої та соціальної інфраструктури згідно з міжнародними стандартами;

– розвинена система комунікацій, розгалужена транспортна мережа;

– відсутність екологічних обмежень щодо створення ВЕЗ.

В Україні залежно від господарської спрямованості та економіко-правових умов діяльності можуть створюватися наступні ВЕЗ.

Зовнішньоторговельна зона – частина території держави, де товари іноземного походження можуть зберігатися, купуватися та продаватися без сплати мита і митних зборів або з їх відстроченням. Створюються за рахунок надання митних пільг, послуг щодо зберігання і перевалки вантажів, надання в оренду складів, приміщень для виставкової діяльності, а також послуг щодо доробки, сортування, пакування товарів тощо. Форми їх організації: вільні порти («порто-франко»), вільні митні зони (зони франко), митні склади.

Комплексна виробнича зона – частина державної території, на якій запроваджується спеціальний (пільговий податковий, валютно-фінансовий, митний тощо) режим економічної діяльності з метою стимулювання підприємництва. Вони можуть мати форму експортних виробничих зон, де розвивається, насамперед, експортне виробництво, орієнтоване на переробку власної сировини і переважно складальні операції, та імпортоорієнтованих зон, головна функція яких – розвиток імпортозамінних виробництв.

Науково-технічна зона – ВЕЗ, спеціальний правовий режим якої орієнтований на розвиток наукового і виробничого потенціалу, досягнення нової якості економіки через стимулювання фундаментальних і прикладних досліджень із подальшим впровадженням результатів наукових розробок у виробництво. Вони можуть існувати у формі регіональних інноваційних центрів-технополісів, районів наукового розвитку, високотехнологічних промислових комплексів, а також локальних інноваційних центрів та опорних інноваційних пунктів.

Туристсько-рекреаційна зона – створюється в регіонах, що мають багатий природний, рекреаційний та історико-культурний потенціал, з метою ефективного його використання і збереження, а також активізації підприємницької діяльності у сфері рекреаційно-туристичного бізнесу.

Банківсько-страхова(офшорна) зона – це зона, в якій запроваджується особливо сприятливий режим здійснення банківських та страхових операцій в іноземній валюті для обслуговування нерезидентів. Офшорний статус надається банківським і страховим установам, які були створені за участю лише нерезидентів і обслуговують тільки ту їх підприємницьку діяльність, що здійснюється за межами України.

Зона прикордонної торгівлі – частина території держави на кордонах із сусідніми країнами, де діє спрощений порядок перетину кордону і торгівлі.

З метою координаційної, методологічної роботи в Україні створено Агентство з питань спеціальних (вільних) економічних зон, яке має право організовувати проведення експертиз окремих інвестиційних проектів з метою:

– запобігання негативних наслідків реалізації інвестиційних проектів щодо виконання державних програм економічного, науково-технічного і соціального розвитку;

– запобігання зменшення надходжень до бюджетів;

– визначення джерел покриття можливих збитків.

З 1 січня 2000 року на території України діють такі вільні економічні зони.

1. На території Волинської області терміном на 20 років створена спеціальна економічна зона «Інтерпорт Ковель» площею 56,77 га (Указ Президента України «Про спеціальну економічну зону «Інтерпорт Ковель» від 22.06.99 № 702/99).

2. Спеціальний режим інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку в Чернігівській області на 30 років (Указ Президента України «Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку в Чернігівській області» від 27.06.99 № 729/99).

3. На території пріоритетного розвитку у Волинській області створюється спеціальний режим інвестиційної діяльності щодо реалізації інвестиційних проектів у пріоритетних видах економічної діяльності строком на 30 років (Указ Президента України «Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території пріоритетного розвитку у Волинській області» від 27.06.99 № 730/99).

4. Спеціальний режим інвестиційної діяльності створюється на території м. Харкова щодо реалізації інвестиційних проектів у пріоритетних видах економічної діяльності на 30 років (Указ Президента України «Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території м. Харкова» від 27.06.99 №731/99).

5. Спеціальний режим інвестиційної діяльності створюється на територіях пріоритетного розвитку в Житомирській області щодо реалізації інвестиційних проектів у пріоритетних видах економічної діяльності на 30 років (Указ Президента України «Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території пріоритетного розвитку в Житомирській області» від 27.06.99 № 732/99).

6. На 30 років створюється режим інвестиційної діяльності на території пріоритетного розвитку Автономної Республіки Крим (Указ Президента «Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку і спеціальної економічної зони «Порт Крим» в Автономній Республіці Крим» від 27.06.99 № 740/99).

7. На 30 років створюється спеціальна економічна зона «Миколаїв» у м. Миколаєві на території суднобудівних підприємств та наближених до них територій (Указ Президента України «Про спеціальну економічну зону «Миколаїв» від 28.06.99 № 758/99).

8. На 25 років створюється вільна економічна зона «Порто-франко» на території Карантинного молу Одеського морського торгового порту (Указ Президента України «Про вільну економічну зону «Порто-франко» на території Одеського морського торгового порту» від 28.06.99 № 760/99).

9. Створюється «Курортополіс Трускавець» на 20 років (Закон України «Про спеціальну економічну зону туристсько-рекреаційного типу «Курортополіс Трускавець» від 18.03.99 № 514 – 14. Закон вступив у силу з 01.01.2000).

4.4. Сучасний стан ВЕЗ в Україні

Заснування ВЕЗ в Україні повинно сприяти створенню нових робочих місць і розв’язанню таким чином проблем зайнятості, стимулюванню припливу іноземного капіталу, розширенню експортної бази, покращанню платіжного балансу країни за рахунок надходжень в іноземній валюті, ефективного використання місцевих ресурсів, стимулюванню ринкових перетворень.

Основними передумовами створення та ефективного функціонування ВЕЗ в Україні є вигідне географічне розташування нашої держави, розвиненість її зовнішньоекономічних зв’язків, наявність природно-кліматичних умов, значних трудових та природних ресурсів, відповідного науково-технічного потенціалу і транспортної інфраструктури.

ВЕЗ «Славутич»

У зв’язку з тривалим виведенням з експлуатації блоків Чорнобильської АЕС виникла проблема працевлаштування її персоналу. З метою зняття соціальної напруги та створення нових робочих місць у місті Славутич Київської області Президентом України на період до 2010 року створено спеціальну економічну зону «Славутич».

На адміністрацію цієї зони покладено обов’язки щодо розгляду і затвердження інвестиційних проектів, які реалізуються на території зони.

Суб’єкти зони «Славутич» в обсягах господарської діяльності на території зони звільняються від сплати зборів до Державного інноваційного фонду, Фонду для здійснення заходів щодо ліквідації наслідків Чорнобильської катастрофи та соціального захисту населення, а також на обов’язкове соціальне страхування на випадок безробіття.

Зазначені суб’єкти, що ввозять на територію України непідакцизне устаткування та обладнання для потреб власного виробництва, пов’язаного з реалізацією інвестиційних проектів, звільняються від сплати ввізного мита і податку на додану вартість із таких товарів.

Крім того, у разі внесення інвестицій на загальну суму не менш ніж 200 тис. доларів США, що спрямовані на створення нових підприємств чи робочих місць шляхом розширення виробництва, реконструкції або технічного переозброєння, залучення до роботи на підприємстві не менше 50 відсотків осіб, вивільнених у зв’язку з довгостроковим виведенням з експлуатації блоків Чорнобильської АЕС, які мали там основне місце роботи, з установленням їм заробітної плати не менше чверті від загального фонду оплати праці, настає право на звільнення від сплати податку на прибуток підприємств на перші два роки функціонування підприємства повністю і на наступні три роки – на 50 відсотків, а також звільнення від плати за землю.

За даними електронного довідника «Підприємства СНД», у Славутичі станом на 1998 рік існує 5 підприємств: місцевий хлібозавод (86 співробітників) і чотири комерційні фірми, що спеціалізуються на продажу електронагрівачів ізраїльського виробництва, автомобілів російського виробництва, лісу, пиломатеріалів і продуктів харчування.

Контроль за дотриманням суб’єктами зони «Славутич» вимог податкового законодавства та положень Указу Президента України від 18.06.98. № 657 «Про спеціальну економічну зону «Славутич» щодо пільг з оподаткування покладено на Державну податкову адміністрацію України.

На період виконання робіт із підготовки до зняття і зняття енергоблоків Чорнобильської АЕС з експлуатації та перетворення об’єкта «Укриття» на екологічно безпечну систему звільняються:

– від оподаткування – прибуток Чорнобильської АЕС, якщо ці кошти використовуються на фінансування робіт із підготовки до зняття і зняття Чорнобильської АЕС з експлуатації та перетворення об’єкта «Укриття» на екологічно безпечну систему, та прибуток підприємств, отриманий за рахунок міжнародної технічної допомоги;

– від податку на додану вартість – операції, які виконуються за кошти міжнародної технічної допомоги, із ввезення (пересилання) на митну територію та закупівлі на митній території України товарів (сировини, матеріалів, устаткування та обладнання), виконання робіт та надання послуг, що здійснюються в рамках міжнародної технічної допомоги;

– від сплати мита – при ввезенні (пересиланні) на митну територію України товарів (сировини, матеріалів, устаткування та обладнання), що надходять у рамках міжнародної технічної допомоги.

До того ж, у перші два роки повністю і на наступні три роки на 50 відсотків звільняється від оподаткування прибуток суб’єктів господарської діяльності в адміністративно-територіальних межах міста Славутич, зареєстрованих у встановленому законодавством порядку до 30 грудня 2001 року, якщо ці кошти використовуються винятково на створення нових робочих місць, розвиток виробництва та реструктуризації міста Славутич, а до 1 січня 2004 року звільняються від обкладання податком на додану вартість і ввізним митом товари (сировина, устаткування та обладнання), які використовуються для розвитку виробництва та створення нових робочих місць у місті Славутич.

Таким чином, значно розширено перелік податкових пільг та пом’якшено умови їх надання, що робить інвестування в економіку міста Славутич більш вигідним і привабливим.

СЕЗ у Донецькій області

Верховна Рада України 24.12.98 прийняла Закон України «Про спеціальні економічні зони та спеціальний режим інвестиційної діяльності в Донецькій області», який покликаний залучити інвестиції до пріоритетних галузей виробництва для створення нових робочих місць та працевлаштування працівників, які вивільняються у зв’язку із закриттям, реструктуризацією гірничодобувних та інших підприємств, сприяти впровадженню нових технологій, модернізації діючих виробництв, розвитку зовнішньоекономічних зв’язків, збільшенню поставок на внутрішній ринок високоякісних товарів та послуг, створенню сучасної виробничої, транспортної і ринкової інфраструктури, ефективному використанню природних ресурсів.

СЕЗ «Донецьк» розташована на півдні міста Донецьк і займає площу 466 га, СЕЗ «Азов» розташована на півдні міста Маріуполь Донецької області і займає площу 314,8 га. Зони створюються на 60 років.

На визначений інвестиційним проектом період освоєння земельної ділянки – планування територій, будівництво об’єктів інфраструктури спеціальної економічної зони тощо – плата не справляється. За користування землею в іншому випадку та іншими природними ресурсами, переданими за угодою органу господарського розвитку, справляється плата відповідно до законодавства України.

У спеціальних економічних зонах «Азов» та «Донецьк» запроваджується режим спеціальної митної зони.

Відповідно до цього режиму товари та інші предмети (крім підакцизних товарів) для використання в межах цих зон ввозяться на їх територію без сплати мита і податку на додану вартість. Якщо ж товари вивозяться із зони на територію України, то мито і податок на додану вартість сплачуються на загальних засадах – як при імпорті товарів в Україну. Виняток становлять повністю вироблені або достатньо перероблені чи оброблені у спеціальній економічній зоні товари, вивезення яких за межі України не оподатковується, а при вивезенні їх в Україну для вільного використання на її території податок на додану вартість та акцизний збір не справляється.

Крім того, на територіях вільних економічних зон встановлюється спеціальний пільговий режим оподаткування. Схема пільг в СЕЗ і територіях пріоритетного розвитку Донецької області наведена в таблиці 4.1.

Спеціальний режим інвестиційної діяльності запроваджується з метою створення нових робочих місць на територіях пріоритетного розвитку, тобто на територіях у межах міста або району, де склалися несприятливі соціально-економічні умови. Цей режим запроваджується на 30 років і діє у пріоритетних видах економічної діяльності.

До територій пріоритетного розвитку належать у своїх адміністративно-територіальних межах міста Вугледар, Горлівка, Дзержинськ, Димитров, Добропілля, Донецьк (крім територій СЕЗ «Донецьк»), Єнакієве, Жданівка, Кіровське, Красноармійськ, Макіївка, Маріуполь (крім території СЕЗ «Азов»), Новогродівка, Селидове, Сніжне, Торез, Шахтарськ, а також Волноваський та Мар’їнський райони.

Спеціальний режим інвестиційної діяльності застосовується до суб’єктів підприємницької діяльності, які реалізують схвалені Радою з питань спеціальних економічних зон та спеціального режиму інвестиційної діяльності в Донецькій області інвестиційні проекти у пріоритетних видах економічної діяльності та територіях пріоритетного розвитку, згідно з укладеним контрактом.

У Донецьку місцевою владою підготовлено 10 інвестиційних проектів на суму 192 млн. дол., які планується реалізовувати в економічній зоні. На думку експертів Міністерства вугільної промисловості, створення зони сприятиме пом’якшенню негативних соціальних наслідків від закриття шахт.

Таблиця 4.1

Схема пільг у СЕЗ і територіях пріоритетного розвитку Донецької області

Показники

СЕЗ

ТПР із спеціальним режимом інвестування

Строк дії

60 років

30 років

Податкові пільги

– податок на прибуток – 20 %

– доходи (крім тих, які одержані від інвестицій у державні цінні папери) оподатковуються у розмірі 2/3 діючих ставок

– звільнення від зборів до Інноваційного і Чорнобильського фондів

– пільги щодо митних та акцизних зборів

– звільнення на строк до 5 років від імпортних і експортних зборів на сировину та обладнання (крім підакцизних товарів)

– податок на прибуток для підприємств із інвестиціями не менше $1 млн.: 0 % – перші три роки з моменту одержання першого прибутку, 50 % від діючих ставок – наступні 3 роки

– звільнення від зборів до Інноваційного і половина від ставки до Чорнобильського фондів для підприємств, де 50 % і більше робітників – колишні робітники гірничо-добувної галузі

До валового доходу підприємства з метою оподаткування не включається одержана згідно з інвестиційним проектом сума інвестицій у вигляді коштів, матеріальних цінностей та нематеріальних активів

Сума інвестицій до валового прибутку не включається

Додаткові гарантії

У випадку зміни режиму діяльності зон підприємець може сплачувати податки за ставками, що діяли на момент укладання з ним контракту органами управління зон

СЕЗ у Луганській області

З метою залучення інвестицій у пріоритетні галузі виробництва для створення нових робочих місць та працевлаштування персоналу, що вивільняється у зв’язку із закриттям, перепрофілюванням гірничодобувних та інших підприємств Луганської області, Президент України видав Указ «Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку в Луганській області».

До територій пріоритетного розвитку віднесено міста Брянка, Первомайськ, Стаханов.

Спеціальний режим інвестиційної діяльності застосовується до суб’єктів підприємницької діяльності, які за укладеним із відповідним органом місцевого самоврядування договором реалізують інвестиційний проект. Цей режим передбачає:

– звільнення не більше ніж на 5 років від обкладення ввізним митом і податком на додану вартість під час ввезення в Україну устаткування та обладнання (крім підакцизних товарів) для реалізації інвестиційного проекту;

– звільнення на 3 роки від оподаткування прибутку новоствореного, в тому числі у процесі реорганізації, підприємства, інвестиції в яке еквівалентні менш ніж 1 млн. доларів США. З четвертого по шостий рік прибуток оподатковується за ставкою у розмірі 50 відсотків діючої ставки оподаткування;

– невключення до валового доходу підприємства з метою оподаткування одержаної, згідно з інвестиційним проектом, суми інвестицій у вигляді коштів, матеріальних та нематеріальних активів;

– звільнення від сплати збору до Державного інноваційного фонду та Фонду сприяння зайнятості населення на період до 2009 року новостворених, у тому числі у процесі реорганізації, підприємств, у яких чисельність вивільнених працівників гірничодобувних та інших підприємств, що закриваються, становить у податковому періоді не менш ніж 50 відсотків середньоспискової чисельності працюючих;

– несправляння у період освоєння земельної ділянки (планування території, будівництва інфраструктури тощо), визначеного інвестиційним проектом, плати за землю.

Спеціальна експериментальна економічна зона «Сиваш»

Проект розроблено в 1994 – 1995 роках, але фактично зона почала функціонувати з вересня 1996 року. Зона «Сиваш» створена Указом Президента України «Про Північнокримську експериментальну економічну зону «Сиваш». Керівний орган – державна компанія «Адміністрація Північнокримської експериментальної економічної зони «Сиваш», до статутного фонду якої уряд України перерахував 300 тис. грн., уряд Криму – 52 тис. грн. СЕЕЗ «Сиваш» розташована в північній частині Кримського півострова на території трьох адміністративно-територіальних одиниць – міст Красноперекопськ, Армянськ і Красноперекопського району АР Крим. Загальна площа зони – 1410 кв. км. Сьогодні статус суб’єктів зони мають 13 підприємств, ще 4 – претендують на його отримання. Характерною особливістю регіону є наявність практично невичерпних запасів солей натрію, брому, хлору.

Основна мета створення СЕЕЗ – відродження виробничих підприємств, що знаходяться на її території. Сьогодні тут реалізується 17 значних проектів загальною сумою 6,3 млн. дол. За даними Міністерства економіки України, у ці проекти вже вкладено близько 4 млн. доларів. І це лише початок, оскільки за інвестиційними планами сума капіталовкладень повинна становити 50 млн. доларів.

Нині в зоні «Сиваш» функціонують виробництва газованої води, хлібобулочних виробів, брому, різноманітної молочної продукції. Багато інвестиційних програм пов’язано, насамперед, із модернізацією та реконструкцією існуючих виробництв, переробкою сировини, утилізацією промислових відходів, випуском комп’ютерних систем і відеотехніки. Для підприємств, що працюють у зоні, встановлено певні пільги:

– знижено на 50 відсотків податок на прибуток;

– звільнено від ПДВ та мита сировину, матеріали та обладнання, які ввозяться для власного виробництва;

– звільнено від обов’язкового продажу валютної виручки;

– не підлягає квотуванню та ліцензуванню вивезення виробленої продукції за кордон.

За роки діяльності реалізовано продукції на 100 млн. грн., відраховано до бюджету понад 5 млн. грн. Працювати в економічній зоні виявили бажання ділові кола Великобританії, Німеччини, Туреччини, Швеції, США, Словаччини. Передбачається, що в 2001 році, після завершення експерименту, СЕЕЗ буде перетворено на СЕЗ терміном на 30-40 років.

На території Криму планується створити ще кілька спеціальних економічних зон – у Керчі, Євпаторії, Феодосії, а також туристично-рекреаційну зону у Великій Ялті.

СЕЗ «Закарпаття»

Перші спроби створити СЕЗ «Закарпаття» робилися ще в 1992 році. Згідно з проектом зона повинна була розміститися на прикордонній території площею 200 га, де передбачалося збудувати готелі, ресторан, складські приміщення та інші об’єкти інфраструктури. За розрахунками, протягом 5 років у зону намічалося інвестувати 500 млн. дол. У 1996 році отримано дозвіл на розбудову зони на малопридатних землях площею 525 га в рамках консигнаційного комплексу «Чоп-Інтерпорт», що створювався.

З 9 січня 1999 року вступив у силу Указ Президента України «Про СЕЗ у «Закарпатті», за яким зона створюється терміном на 30 років на площі 737,9 га. В її межах встановлюється спеціальний податковий, митний та інші режими інвестиційної діяльності. Суб’єктам підприємництва, зареєстрованим в зоні, надаються значні пільги, а саме:

– податок сплачується за ставкою 20 % від об’єкта оподаткування;

– доходи нерезидентів, отримані від діяльності в зоні, за винятком доходів від інвестицій у цінні папери, оподатковуються в розмірі 2/3 ставок, встановлених чинним законодавством;

– не справляється збір до Державного інноваційного фонду;

– встановлюється режим спеціальної митної зони, ввезення товарів з-за кордону на територію якої не оподатковується ввізним митом та ПДВ;

– не справляються вивізне мито, ПДВ та акцизний збір при вивезенні з території зони за кордон товарів, раніше ввезених до зони з-за кордону або вироблених чи перероблених у зоні;

– не застосовується ліцензування та квотування товарів, імпортованих для потреб виробництва у зоні.

На території СЕЗ заборонено запроваджувати гральний бізнес. Спеціальний режим інвестиційної діяльності в зоні встановлюється на 15 років. Передбачається звільнення:

– від обкладення ввізним митом та податком на додану вартість під час ввезення в Україну обладнання, крім підакцизних товарів, для здійснення інвестиційного проекту – не більше ніж на п’ять років;

– від оподаткування прибутку новостворених підприємств (у тому числі тих, що перебувають у процесі реструктуризації), інвестиція в кожне з яких еквівалентна не менш ніж 250 тис. дол., а також прибутків уже діючих виробництв, отриманих у результаті інвестування в кожне з них не менше ніж 250 тис. дол. – на два роки;

– від сплати збору до Державного інноваційного фонду новостворених підприємств – на два роки.

Також передбачено: сплату 50-відсоткового прибуткового податку протягом трьох років новоствореними підприємствами з іноземними інвестиціями; неоподаткування доходів, одержаних від надання туристичних послуг у населених пунктах Закарпаття, які мають статус гірських. Якщо реципієнт інвестиції продав ввезене інвестором обладнання до завершення дії інвестиційного терміну, йому доведеться сплатити ПДВ та ввізне мито у повному обсязі за відповідний податковий період.

СЕЗ у Львівській області

Прикладом прагнення держави відновити екологічну рівновагу, вирішити природоохоронні завдання та соціальні проблеми є створена Законом України від 15.01.99 № 402-ХІV спеціальна економічна зона «Яворів». У Яворі планується організувати СЕЗ виробничого спрямування терміном на 10 років. За проектом тут буде створено кілька нових підприємств: західноукраїнський нафтомастильний завод, виробництво сірчаної кислоти та гербіцидів, фабрику з пошиття спортивного одягу. Загальна сума запланованих інвестицій – 46,8 млн. доларів.

Яворів має сприятливе транспортно-географічне положення і розвинену промислову інфраструктуру. Про це свідчить і наявність у цьому регіоні автомобільної та залізничної магістралей, близькість до кордону з Польщею (до речі, недалеко розміщена польська СЕЗ у Малашевичі-Тересполі, яка не має виходів ні на морські, ні на річкові маршрути, створена з метою сухопутної дії по осі Захід-Схід-Захід).

СЕЗ «Яворів» створюється з метою залучення інвестицій для створення нових робочих місць та забезпечення працевлаштування працівників Яворівського державного гірничо-хімічного підприємства «Сірка», що вивільняються у зв’язку із скороченням виробництва, перепрофілювання вільних виробничих потужностей, вирішення екологічних проблем у Яворівському районі шляхом створення умов для відновлення земель, порушених техногенним впливом гірничо-хімічного виробництва, активізації підприємницької діяльності тощо.

На території зони передбачено запровадити спеціальний режим економічної діяльності. Так, у районі пункту пропуску Краковець-Корчова, що розташований на кордоні з Польщею, планується ввести в дію спеціальний митний режим, відповідно до цього на території майбутнього автопорту не стягуватиметься ввізне мито і ПДВ із ввезених товарів, крім підакцизних, із-за меж митної території України. Передбачено ще чимало пільг, передусім, на переміщення товарів, що вироблятимуться чи перероблятимуться на території автопорту «Краковець». Від сплати ввізного мита звільняються також сировина, матеріали та обладнання, крім підакцизних, які ввозитимуться в СЕЗ «Яворів» для потреб власного виробництва.

Сума грошових надходжень до бюджетів усіх рівнів від новостворених у СЕЗ «Яворів» підприємств при запропонованому пільговому режимі оподаткування становить 9,2 млн. грн.

Відповідно до Закону України від 18.03.99 № 514-ХІV передбачається створення на 20-річний період ще й спеціальної економічної зони туристсько-рекреаційного типу «Курортополіс Трускавець», яка розташована в адміністративно-територіальних межах міста Трускавець.

Метою створення СЕЗ «Курортополіс Трускавець» є стимулювання інвестиційної та інноваційної діяльності, спрямованої на збереження і ефективне використання природних лікувальних ресурсів курорту Трускавець, прискорення економічних реформ у лікувально-оздоровчій галузі та розвиток туризму.

Суб’єктами СЕЗ «Курортополіс Трускавець» визначаються суб’єкти підприємницької діяльності, філії, відділення та інші відокремлені підрозділи, які розташовані на території СЕЗ і реалізують на цій території затверджені виконавчим комітетом Трускавецької ради інвестиційні проекти кошторисною вартістю, еквівалентною не менш ніж 500 тис. доларів США, на підставі договору (контракту) щодо умов реалізації цього інвестиційного проекту та зареєстровані органом господарського розвитку і управління СЕЗ «Курортополіс Трускавець» як суб’єкти СЕЗ «Курортополіс Трускавець».

До суб’єктів СЕЗ «Курортополіс Трускавець» застосовується спеціальний правовий режим підприємницької діяльності та надаються передбачені зазначеним Законом пільги щодо сплати податку на прибуток підприємств, податку на додану вартість, ввізного мита та плати за землю.

Органами управляння ВЕЗ «Курортополіс Трускавець» є Трускавецька міська рада та її виконавчий комітет у межах своїх повноважень; орган господарського розвитку і управління ВЕЗ «Курортополіс Трускавець». Органом господарського розвитку і управління «Курортополіс Трускавець» є юридична особа, створена Трускавецькою міською радою за участю суб’єктів господарської діяльності.

Суб’єкт підприємницької діяльності (інвестор), який має наміри реалізувати інвестиційний проект, повинен особисто або через уповноваженого представника подати до виконкому Трускавецької міськради наступні документи:

– заяву про розгляд інвестиційного проекту в установленому порядку;

– інвестиційний проект (бізнес-план);

– нотаріально посвідчені копії свідоцтва про державну реєстрацію суб’єкта підприємницької діяльності та установчі документи юридичної особи;

– у випадку, коли заявником є іноземна особа, – документи, що свідчать про реєстрацію (створення) іноземної юридичної особи в країні її місцезнаходження (витяг із торгового, банківського чи судового реєстру і т.д.);

– довідку органів державної податкової служби про стан розрахунків із бюджетом (для юридичних осіб, що зареєстровані в Україні);

– висновки експертизи інвестиційного проекту згідно з законодавством України (у тому числі науково-технічної, екологічної і т.д.);

– проект договору (контракту) про реалізацію інвестиційного проекту на території ВЕЗ «Курортополіс Трускавець», узгоджений із виконавчим комітетом Трускавецької міськради та органом господарського розвитку і управління ВЕЗ;

– зобов’язання про надання виконавчому комітету Трускавецької міськради звітності про хід реалізації інвестиційного проекту за формою і в терміни, що встановлені виконавчим комітетом.

Гарантії суб’єктам ВЕЗ «Курортополіс Трускавець»:

– згідно з частиною 2 ст. 2 Закону «Про ВЕЗ «Курортополіс Трускавець» у випадку зміни законодавства України з питань оподаткування, інвестиційної діяльності та митного законодавства до суб’єктів зони «Курортополіс Трускавець» на їх вимогу протягом періоду функціонування цієї зони застосовуються положення, що передбачені даним Законом, і пільги, що надані іншими законами України на день їх реєстрації як суб’єктів ВЕЗ «Курортополіс Трускавець»;

– у випадку ліквідації ВЕЗ держава ґарантує збереження в повному обсязі всіх майнових та немайнових прав суб’єктів даної ВЕЗ;

– СЕЗ «Курортополіс Трускавець» може бути ліквідована і до закінчення терміну, на який вона була створена. Відповідно до Закону України «Про загальні основи створення та функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» таке рішення може прийматися лише Верховною Радою України у формі окремого закону про ліквідацію ВЕЗ.

Рішення про затвердження інвестиційного проекту чи відмову в його затвердженні приймається в місячний термін (у деяких випадках він може продовжуватися виконавчим комітетом на 2 тижні).

Рішення про затвердження інвестиційного проекту є підставою для укладання угоди (контракту) про реалізацію його на території ВЕЗ «Курортополіс Трускавець».

Орган господарського розвитку і управління ВЕЗ видає відповідному суб’єкту підприємницької діяльності (інвестору) після його реєстрації як суб’єкта ВЕЗ «Курортополіс Трускавець» свідоцтво про реєстрацію, яке підтверджує право його власника на отримання пільг, визначених Законом «Про ВЕЗ «Курортополіс Трускавець».

Законом «Про ВЕЗ «Курортополіс Трускавець» суб’єктам ВЕЗ «Курортополіс Трускавець» надаються наступні пільги.

1. Пільги щодо сплати мита. Звільняються від сплати лікарські препарати, обладнання, комплектуючі вироби до них, програмне забезпечення об’єктів інтелектуальної власності (крім підакцизних товарів) для потреб власного виробництва, пов’язаних із реалізацією інвестиційного проекту, зареєстрованих Трускавецькою міською радою.

2. Пільги щодо сплати НДС. Звільняються суб’єкти ВЕЗ щодо операцій, які здійснюються ними, із ввезення (пересилки) зареєстрованих в Україні у встановленому законодавством порядку лікарських препаратів, обладнання, програмного забезпечення для потреб власного виробництва, пов’язаних із реалізацією інвестиційного проекту (крім підакцизних товарів).

3. Пільги щодо податку на землю. Звільняються від сплати податку на землю в повному обсязі суб’єкти ВЕЗ, що є власниками земельних ділянок і (або) землекористувачі при реалізації ними на території даної зони протягом визначеного в інвестиційному проекті періоду освоєння земельної ділянки, а саме: планування території, будівництво об’єктів інфраструктури для потреб ВЕЗ «Курортополіс Трускавець».

Сплата податку на землю проводиться за ставкою в розмірі 50 % діючої ставки оподаткування протягом наступних десяти років реалізації таких інвестиційних проектів із моменту закінчення вказаного вище періоду, протягом якого дані суб’єкти бути повністю звільнені від сплати податку на землю.

1. Пільги щодо податку на прибуток підприємств:

– звільняються від сплати податку на прибуток підприємства в повному обсязі терміном на 3 роки з моменту отримання суб’єктами ВЕЗ «Курортополіс Трускавець» першого прибутку від реалізації інвестиційного проекту;

– сплата податку на прибуток підприємства за ставкою 50 % із 4-го по 6-й рік реалізації інвестиційного проекту;

– після 6-ти років з початку реалізації конкретного інвестиційного проекту податок на прибуток сплачується в повнуму обсязі за загальною ставкою.

СЕЗ в Одеській та Миколаївській областях

З точки зору стандартних вимог до СЕЗ, Одеса могла за бізнес-планом стати ідеальним «СЕЗ-мільйонером». Саме в Одеській області найбільша в Причорноморському економічному районі густота залізничних шляхів (34,6 км на 1000 кв. км). З 1978 р. працює міжнародна залізнична переправа Іллічівськ – Варна. Автомагістралі Миколаїв – Одеса – Кишинів і Одеса – Ізмаїл мають міжнародне і державне значення. Експлуатуються нафтопровід Снігурівка – Одеса, газопровід Шебелинка – Одеса і аміакопровід Тольяті – Одеса. У місті знаходяться два міжнародних аеропорти і великий морський порт.

Тут працюють теплова електростанція, нафтопереробний і судноремонтний, машинобудівний, два верстатобудівних заводи, «Кінап» (підприємство з виробництва кіноапаратури), заводи поліграфічного машинобудування та інші великі підприємства.

В області зосереджені багаті запаси корисних копалин (будівельні матеріали, нафта і газ). Не можна забувати і про лікувальні грязі на Куяльницькому і Хаджибейському лиманах. І, нарешті, в Одеській області розташовані 43 лікувальні санаторії та пансіонати, багаточисельні турбази і дитячі табори.

Президент України Указом від 29.12.98 № 1387/98 підтримав ініціативу щодо створення спеціальної економічної зони «Рені» на території міста Рені на базі морського торговельного порту. Зазначена зона запроваджується з метою створення умов для залучення інвестицій, активізації підприємницької діяльності, розширення зовнішньоекономічних зв’язків та стимулювання транзитних перевезень і прискорення соціально-економічного розвитку регіону.

З метою створення умов для залучення інвестицій, збереження, розвитку та ефективного використання виробничого, науково-технічного та експортного потенціалу суднобудівної промисловості Президент України підтримав ініціативу Миколаївської обласної державної адміністрації щодо створення спеціальної економічної зони в Миколаєві на базі суднобудівних підприємств міста.

Отже, в Україні опрацьовуються декілька проектів СЕЗ: «Закарпаття», «Славутич», у Трускавці, Яворі, Одесі тощо. Діє експериментальна зона «Сиваш», прийнято Закон про створення спеціальних економічних зон «Донецьк» та «Азов», а також території пріоритетного розвитку із спеціальним режимом інвестування в Донецькій області.

Після розгляду сучасного стану СЕЗ в Україні можна зробити наступні висновки:

– по-перше, майже всі проекти СЕЗ в Україні (крім Одеси і Севастополя) орієнтовані на виживання і певне пожвавлення депресивних регіонів, тому їх ефективність, скоріше за все буде не дуже високою;

– по-друге, процес створення СЕЗ в Україні протікає дуже повільно і непослідовно;

– по-третє, за винятком СЕЗ «Славутич», підходи до створення інших задекларованих вільних зон у цілому відповідають світовим стандартам (розвинені комунікації, виробнича і соціальна інфраструктура, природно-ресурсний потенціал).

Також потрібно відмітити, що в нашій країні світовий досвід створення вільних економічних зон застосовується лише частково. Якщо в іноземній практиці подібні зони є невеликими територіальними анклавами, майже не пов’язаними з національним ринком, то в Україні вони проектуються скоріше як засіб вирішення не стільки зовнішньоекономічних, скільки внутрішньогосподарських завдань.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Розкрийте історію створення вільних економічних зон.

2. Охарактеризуйте створення сучасних офшорних зон.

3. Яка класифікація ВЕЗ?

4. Які повноваження надаються ВЕЗ?

5. Охарактеризуйте нормативну базу створення та діяльності ВЕЗ в Україні.

6. Яка мета створення ВЕЗ в Україні?

7. Які основні фактори розміщення ВЕЗ враховуються при їх створенні?

8. Дайте характеристику ВЕЗ, які можуть створюватись в Україні залежно від господарської спрямованості.

9. Які зони діють на території України з 1 січня 2000 року?

10. Охарактеризуйте сучасний стан ВЕЗ в Україні.

Фінансові інвестиції

Глава 5. Цінні папери: порядок їх випуску та обігу

5.1. Характеристика цінних паперів.

5.2. Документарна та бездокументарна форма ЦП.

5.3. Первинний та вторинний ринок ЦП.

5.4. Моделі ринку цінних паперів.

5.5. Учасники ринку цінних паперів.

Ключові слова: цінні папери, ринок цінних паперів, пайові цінні папери, боргові цінні папери, похідні цінні папери, акції, облігації, казначейські зобов’язання, векселі, інвестиційні сертифікати, приватизаційні папери, прості іменні акції, акції на пред’явника, опціон, ф’ючерс, варранти, вексель, первинний і вторинний ринок цінних паперів, емітент, брокер, довірчі товариства, інфраструктурні інститути фондового ринку.

5.1. Характеристика цінних паперів

Під фінансовими інвестиціями розуміється вкладення коштів в різноманітні фінансові інструменти, серед яких найбільш значну частку представляють цінні папери.

Ринок цінних паперів – це історична категорія, яка з’явилася і розвинулась в умовах товарно-грошових відносин та перетворилась в особливу сферу економічних відносин.

Формування ринку цінних паперів у міру розвитку ринкової економіки сприяло появі таких форм, що відображають більш загальні і суттєві якості його руху – накопичення у вигляді грошового капіталу і перетворення у позичковий чи виробничий.

Цінні папери – це грошові документи, які:

– свідчать про право на володіння часткою капіталу або про відносини позики;

– визначають взаємовідносини між організацією, яка випустила цінні папери, та їх власником;

– передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів;

– надають можливість передачі грошових та інших прав на ці документи іншим особам.

Головною особливістю цінних паперів є те, що вони можуть одночасно виконувати грошові функції (бути позиковими грошами) та виступати інструментом короткострокового або довгострокового інвестування капіталу з метою отримання доходу.

Забезпечення обороту фінансових ресурсів на ринку цінних паперів України здійснюється через цінні папери, які відповідно до чинного законодавства поділяються на групи:

1) пайові цінні папери, за якими емітент не несе зобов’язання повернути кошти, інвестовані в його діяльність, але які засвідчують участь у статутному фонді, надають їх власникам право на участь в управлінні справами емітента та одержання частини прибутку у вигляді дивідендів та частини майна при ліквідації емітента;

2) боргові цінні папери, за якими емітент несе зобов’язання повернути у визначений термін кошти, інвестовані в його діяльність, але які не надають їх власникам права на участь в управлінні справами емітента;

3) похідні цінні папери, механізм обігу яких пов’язаний із пайовими, борговими цінними паперами, іншими фінансовими інструментами чи правами щодо них.

Цінні папери можуть бути іменними чи на пред’явника, з вільним чи обмеженим колом обігу, у паперовій та іншій матеріалізованій або нематеріалізованій формі (записи на рахунках у системі електронного обігу цінних паперів). На відміну від загальноприйнятої світової практики, призначення названих цінних паперів, умови їх випуску та обігу мають в Україні наступні особливості:

– акції комерційних банків фізичні особи можуть купувати після подання декларації про доходи, а юридичні – балансу, завіреного аудиторською службою;

– облігації підприємств випускаються в розмірі не більше 25 % статутного фонду після оплати всіх випущених акцій. Дохід від облігації виплачується за рахунок коштів, які залишаються після розрахунків із бюджетом та здійснення інших обов’язкових платежів. Державні облігації випускаються на пред’явника за рішенням Кабінету Міністрів України. Комерційні банки можуть їх купувати за рахунок власних і залучених коштів. Дохід за державними цінними паперами не оподатковується;

– казначейські зобов’язання в Україні можуть випускатися на пред’явника і розміщуватися серед населення;

– векселі використовуються в Україні лише для оплати товарів, сировини і послуг (товарні векселі). Вивезення цих документів за кордон заборонено;

– інвестиційні сертифікати випускаються інвестиційними фондами та компаніями і мають наступні характеристики: дають право на одержання доходу у вигляді дивідендів; обсяг емісії не може перевищувати 15-кратного розміру статутного фонду; розміщуються і викуповуються за ціною, яка відповідає вартості чистих активів; обмінюються на приватизаційні папери;

– приватизаційні папери – особливий вид державних цінних паперів, які свідчать про право їх власника на безоплатне одержання в процесі приватизації частини майна державних підприємств, житлового і земельного фонду. Сьогодні випущено іменні майнові сертифікати, компенсаційні сертифікати і житлові чеки, які офіційно не підлягають купівлі-продажу.

Акції – цінний папір без установленого строку обігу, що засвідчує внесення певного паю до статутного фонду акціонерного товариства, дає право на участь в управлінні ним та на отримання частини прибутку у формі дивідендів, а також на участь в розподілі майна у випадку ліквідації товариства.

Акції можуть бути простими іменними, на пред’явника, привілейованими.

Прості іменні акції – це акції, прибуток від яких повністю зумовлюється чистим доходом підприємства та його дивідендною політикою.

Власник простої акції має право на участь в управлінні акціонерним товариством. Прибуток товариства розподіляється між власниками таких акцій пропорційно до вкладеного капіталу. Власники простих акцій мають пріоритетне право на придбання акцій нової емісії, за умови, якщо таке право закріплено статутом акціонерного товариства. При ліквідації акціонерного товариства власники простих акцій мають право на частину активів товариства в останню чергу, після того, як будуть компенсовані всі інші зобов’язання та погашено заборгованість перед власниками облігацій та привілейованих акцій.

Акції на пред’явника – грошові документи, в яких не вказуються відомості про їх власників, а в книзі реєстрації обігу акцій визначається лише загальна кількість акцій, випущених в обіг.

Випускаючи акції на пред’явника, акціонерне товариство зобов’язується допускати до участі у загальних зборах акціонерів усіх осіб або представників акціонерів, які можуть засвідчити, що вони володіють акціями цього товариства, та сплачувати дивіденди таким особам чи інституційним інвесторам.

Випускаючи акції на пред’явника, акціонерне товариство зменшує свої можливості щодо визначення того, кому з осіб або яким інститутам належать його акції в певний період часу. З іншого боку, власники таких акцій можуть більш вільно використовувати право делегування на участь у зборах акціонерів або одержання дивідендів. Достатньо продемонструвати наявність акцій фізично або пред’явити відповідний документ про зберігання акцій у депозитарії, банку, довірчому товаристві тощо. Акціонерне товариство не має права вимагати від осіб відомостей про те, хто є фактичним власником акцій на пред’явника, оскільки, випускаючи такі акції, воно погоджується визнавати права осіб або інститутів, які, принаймні, володіють ними.

Залежно від якісної і кількісної характеристики майнових та немайнових прав, що надаються власнику акцій, останні поділяються на прості та привілейовані.

У загальному випадку під простими акціями розуміються такі, при яких власнику однієї акції належить один голос при голосуванні на загальних зборах акціонерів, ставка дивіденду є нефіксованою, а користування іншими майновими та немайновими правами здійснюється в однаковому для всіх акціонерів порядку, крім тих, які є власниками привілейованих акцій.

На відміну від простих, привілейовані акції називаються так тому, що їх власники мають певні переваги щодо використання майнових, а іноді і немайнових прав порівняно із власниками простих акцій. Привілеї можуть полягати у:

– наданні переважного права на одержання дивідендів;

– встановленні фіксованого і гарантованого розміру дивідендів;

– встановленні пріоритетного права на одержання своєї частки при розподілі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації;

– встановленні обмеження прав на управління акціонерним товариством, тобто акція не має права голосу на зборах акціонерів.

У країнах Заходу, крім наведеної класифікації, склалася стала схема розподілу акцій за категоріями – залежно від рівня їх прибутковості і фінансового ризику.

· Спекулятивні акції – акції «молодих» корпорацій, що виникли нещодавно, або корпорацій, що не можуть пред’явити курс цінних паперів за останні 5 – 6 років. Такі акції звичайно не потрапляють на біржу або перебувають в обігу на спеціальних, так званих «спекулятивних» біржах.

· Акції з «блакитними корінцями» – випускають лідери галузі. Дивіденди на такі акції стабільні, а інвестиції в них безпечні і приваблюють консервативних інвесторів, що побоюються ризиків.

· Дохідні акції – акції компаній, продукція яких завжди користується попитом, оскільки задовольняє життєві потреби людей (наприклад, комунальні підприємства). Дивіденди на них перевищують середній рівень, а вартість акцій постійно зростає.

· Акції зростання – їх емітують високоприбуткові корпорації, що намагаються вести НДІКР, вкладати кошти в розвиток виробництва та розширення ринків збуту. Вони дають низькі поточні дивіденди, оскільки більша частка прибутку спрямовується на інвестиції; інвестори сподіваються на майбутнє зростання вартості акцій і дивідендів.

· Циклічні акції – характеризуються особливою чутливістю до стадій відтворювального циклу чи пов’язані із сезонним характером виробництва (збуту) підприємства. Дивіденди, як і вартість цих акцій, коливаються відповідно до ритму ділової активності. Інвесторів приваблює можливість отримання доходу за рахунок купівлі акцій у період спаду і продажу в період зростання.

· Захищені акції – випускають корпорації, що є відносно стійкими до коливань ринкової кон’юнктури. Акції приносять стабільні дивіденди, їх вартість зростає.

Облігації – термінові боргові зобов’язання з фіксованим процентом, за допомогою яких держава і муніципальні (місцеві) органи, а також підприємства мобілізують фінансові ресурси.

Згідно із законодавством України облігації мають право випускати підприємства усіх форм власності. Акціонерні товариства можуть випускати їх на суму, що не перевищує 25 % величини статутного фонду, і тільки після повної оплати всіх попередніх емісій акцій. Володіння облігацією не дає права на участь в управлінні товариством.

Облігації можуть бути іменними і на пред’явника. Крім того, розрізняються процентні та безпроцентні (цільові) облігації. Прибуток за процентними облігаціями виплачується відповідно до умов їх випуску, якими передбачаються розміри та строки виплати процентів. Номінальна вартість облігації повертається власнику після її погашення.

Прибуток із облігацій цільових позик (безпроцентних) не виплачується. Власнику такої облігації після настання обумовленого строку надається можливість придбати відповідні товари.

Курс облігацій на ринку цінних паперів залежить від попиту та пропозиції на них. Визначальними факторами у формуванні попиту та пропозиції є прибуток, який приносить дана облігація, рівень позичкового процента, ступінь прибутковості альтернативних грошових внесків, у тому числі інших облігацій, випущених конкурентами. Тому ринкова вартість кожної конкретної облігації у певний момент часу може бути вищою або нижчою від номінальної.

Спекулятивними об’єктами фондової торгівлі є також опціони, варранти та ф’ючерси.

Опціон – це угода (контракт) між партнерами, один із яких виписує і продає опціонний сертифікат, а інший – купує його, тобто отримує право до обумовленої дати за фіксовану ціну придбати певну кількість акцій у особи, яка виписала опціон (опціон на купівлю), або продати їх (опціон на продаж). Існують два різновиди опціонів: «американський», який можна реалізовувати протягом усього терміну контракту, і «європейський», що реалізовується на певну дату.

Проте в обох випадках головною особливістю є те, що його власник одержує право купити чи продати акції за попередньо погодженими умовами, а продавець контракту бере на себе зобов’язання щодо його виконання.

Існують як первинний, так і вторинний ринки опціонів. На первинному ринку відбувається постійна реалізація опціонних контрактів, у яких фіксуються найрізноманітніші умови продажу, а на вторинному – перепродаж цих контрактів третім особам.

Опціони реалізуються на біржах та позабіржовому ринку. У першому випадку опціони котируються. Якщо курс акцій, на які виписаний опціонний сертифікат, стабільний чи змінюється у невигідному для власника напрямі, то його ціна на вторинному ринку падає, а відтак продаж стає дуже проблематичним, особливо при наближенні терміну закінчення контракту.

Ф’ючерс – контракт, згідно з яким особа, що уклала його, бере на себе зобов’язання після закінчення певного строку продати клієнту (або купити у нього) відповідну кількість фінансових інструментів за обумовленою ціною. Однак, на відміну від опціону, розрахунок після закінчення строку ф’ючерсного контракту є обов’язковим.

Ф’ючерсні операції на сьогодні є основним видом угод на товарних і валютних ринках світу. Важливо додати, що з середини 70-х років у зв’язку із зростанням амплітуди коливань процентних ставок на ринках інструментів позики об’єктами ф’ючерсних угод стали також різні види боргових зобов’язань: від казначейських векселів із найбільшим строком погашення 12 місяців до довгострокових облігацій корпорацій.

Емітентом ф’ючерсу є створена фондовою (товарною) біржею або торговельно-інформаційною системою клірингово-розрахункова палата або розрахунково-кліринговий банк. Правила торгівлі ф’ючерсами передбачають можливість відмови будь-якої із сторін ф’ючерсного контракту від його виконання тільки за згодою іншої сторони, а також право покупця ф’ючерсного контракту на продаж цього контракту протягом строку його дії іншим особам без погодження умов такого продажу з продавцем контракту. Ф’ючерс може перебувати в обігу не більше 2-х років з моменту його реєстрації ДКЦПФБ.

Варранти є специфічним видом цінних паперів, які випускаються разом із привілейованими акціями та облігаціями і дають власнику право на купівлю простих акцій за обумовленою ціною протягом встановленого періоду (декілька років). Цей інструмент дозволяє акціонерному товариству знизити процент регулярних виплат за облігаціями чи привілейованими акціями, бо надає можливість інвесторам одержувати прибуток на різниці курсів продажу акцій у випадку їх зростання порівняно з обумовленою у варранті.

Варранти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами і тільки в документарній формі. Термін дії варранту не повинен перевищувати одного року, а обсяг базового активу емітента варрантів – 50 % обсягу акцій. Не дозволяється випуск варрантів для покриття збитків. Забезпечення варрантів може гарантуватися: новим випуском акцій, які є базовим активом щодо даних варрантів; укладанням договору комісії з власником базового активу в кількості, передбаченій умовами випуску варрантів з розміщенням цього базового активу у зберігача; викупом в акціонерів належних їм акцій.

Вексель – це цінний папір, що засвідчує незабезпечене зобов’язання сплатити в зазначений термін борг. Борг може сплачуватися самим боржником – простий вексель, а також боржником чи іншою особою – переказний вексель.

На відміну від боргових розписок, векселі мають властивість обігу – за допомогою передаточного надпису вони можуть переходити з рук в руки. Ця особливість забезпечує векселям можливість:

– виступати засобом кредитування;

– прискорити розрахунки між суб’єктами господарювання;

– бути інструментом оформлення взаємної заборгованості контрагентів;

– замінювати низку бартерних операцій.

Вексель – найстаріший цінний папір, що обслуговує торговельні операції, починаючи з ХІІ століття.

Вексельний обіг регулюється згідно з Женевською конвенцією 1930 року та національними правовими нормами. Векселі випускаються на спеціальних бланках, які купують векселедавці в Національному банку за посередництвом комерційних банків.

Таблиця 5.1

Реквізити векселів

Простий вексель

Переказний вексель

– назва – «простий вексель»;

– просте і нічим не обумовлене зобов’язання сплатити визначену суму;

– зазначення строку платежу;

– зазначення місця, в якому повинен відбутися платіж;

– назва того, кому або за наказом кого платіж повинен здійснитися;

– дата і місце складання векселя;

– підпис платника (векселедавця).

– назва – «переказний вексель»;

– проста і нічим не обумовлена згода сплатити певну суму;

– зазначення строку платежу;

– зазначення місця, в якому повинен відбуватися платіж;

– найменування того, кому або за наказом кого платіж повинен здійснитися;

– назва того, хто повинен платити (платника);

– дата і місце складання векселя;

– підпис того, хто видає документ.

Документ, у якому відсутній будь-який із реквізитів, не має сили простого або переказного векселя, за винятком наступних випадків:

а) вексель, строк платежу за яким не вказано, розглядається як такий, що підлягає оплаті за пред’явленням;

б) при відсутності особливого зазначення місце, позначене поруч із назвою платника (місце складання документа – для простого векселя), вважається місцем платежу та одночасно місцем проживання платника (векселедавця – для простого векселя);

в) вексель, в якому не вказано місце його складання, визнається підписаним у місці, позначеному поруч із назвою векселедавця.

Порядок випуску та обігу векселів визначається КМ України.

Відповідно до чинного законодавства розрізняються:

– видача (емісія) векселя боржником на користь кредитора як забезпечення заборгованості такого боржника перед кредитором;

– видача (емісія) векселя боржником на користь кредитора як підтвердження заборгованості такого боржника перед кредитором;

– передача векселя боржником на користь кредитора у забезпечення своїх зобов’язань перед таким кредитором.

Забезпечення. Забезпечуватися може певне основне зобов’язання (оплата вартості придбаного товару за договором купівлі-продажу, оплата процентів за користування кредитом або повернення кредиту).

Відповідно до Цивільного кодексу в Україні існує декілька способів забезпечення зобов’язань:

– неустойка (штраф, пеня);

– застава;

– поручительство.

Крім того, зобов’язання між громадянами можуть забезпечуватися задатком, а зобов’язання між юридичними особами – гарантіями.

Вексель дійсно виконує функцію забезпечення, оскільки, включаючи майнові права вимоги, може бути закладеним з метою забезпечення виконання певних зобов’язань (наприклад, погашення кредиту, виданого банком). Але: закладено, а не передано в «забезпечення».

На практиці часто говорять про передачу векселя в «забезпечення» за здійсненою угодою купівлі-продажу (поставки), маючи на увазі оформлення звичайної відстрочки оплати.

5.2. Документарна та бездокументарна форма цінних паперів

Випуск цінних паперів – це зареєстрована в установленому порядку сукупність цінних паперів одного емітента з одним державним реєстраційним номером, що можуть мати різні умови емісії, але надають покупцям однакові права. Цінні папери випускаються у документарній та бездокументарній формі.

Цінний папір у документарній формі – це сертифікат, що містить реквізити відповідного виду цінних паперів певної емісії, дані про кількість цінних паперів та засвідчує сукупність прав, наданих цими цінними паперами. Сертифікат цінного паперу обов’язково повинен містити наступні реквізити: назва цінного паперу (для акцій – «сертифікат», для облігацій – «облігація»); код за ЄДРПОУ; назву та місцезнаходження емітента; серію і номер сертифіката; дату випуску; тип та категорію цінного паперу; ім’я власника; кількість цінних паперів; номінальну вартість цінного паперу; підпис керівника емітента; печатку емітента; реквізити реєстру утримувача.

Цінний папір у бездокументарній формі – це засвідчення права власності на цінний папір через обліковий запис. Його здійснює реєстратор або зберігач цінних паперів, який в установленому порядку фіксує майнове право в безпаперовій формі. Випуск цінних паперів у бездокументарній формі оформляється глобальним сертифікатом емісії. Глобальний сертифікат оформляється на весь випуск цінних паперів у бездокументарній формі, який засвідчує право власника на здійснення операцій із цінними паперами цього випуску в Національній депозитарній системі. Глобальний сертифікат емісії повинен містити наступні дані: реєстраційний номер; дату і місце оформлення сертифіката; офіційне найменування та місцезнаходження емітента; вид та категорію цінних паперів; номінальну вартість одного цінного паперу; зареєстрований статутний фонд емітента; обсяги емісії; права власників на управління й одержання доходу та інші права, іншу інформацію.

Документарні цінні папери можуть бути знерухомлені власником у зберігача шляхом їх фізичної передачі зберігачу і зарахування їх відповідної кількості на рахунок власника (депонента) у зберігача.

У подальшому обіг цінних паперів здійснюється учасниками депозитарної системи, які ведуть записи за рахунками в цінних паперах.

Зразок оформлення документів для відкриття рахунка у цінних паперах.

ДАТА ПРИЙОМУ АНКЕТИ "\_\_\_\_\_"\_\_\_\_\_\_\_\_\_200\_\_ р.

заповнюється спеціалістом зберігача

Анкета рахунка у цінних паперах.

1. Особа

1.1. Організаційно-правова форма:

1.2. Коротка назва:

1.3. Повна назва:

1.4. ЄДРПОУ:

1.5. ЗКНГ:

1.6. Країна реєстрації:

1.7. Статутний фонд:

1.8. Статус – депонент

2. Розпорядник

2.1. Прізвище, ім’я, по батькові:

2.2. Посада:

2.3. Документ:

2.4. Серія:

2.5. Номер

2.6. Ким виданий:

2.7. Дата видачі:

3. Розпорядник

3.1. Прізвище, ім’я, по батькові:

3.2. Посада:

3.3. Документ:

3.4. Серія:

3.5. Номер:

3.6. Ким виданий:

3.7. Дата видачі:

4. Юридична адреса

4.1. Країна:

4.2. Індекс:

4.3. Область:

4.4. Місто:

4.5. Район:

4.6. Вулиця:

4.7. Будинок:

5. Поштова адреса

5.1. Країна:

5.2. Область:

5.3. Місто:

5.4. Район:

5.5. Вулиця:

5.6. Будинок:

5.7. Офіс: Індекс:

5.8. а/с:

6. Дані державної реєстрації

6.1. Документ:

6.2. Серія:

6.3. Номер:

6.4. Ким виданий:

6.5. Дата видачі:

7. Банківські реквізити

7.1. Назва установи банку:

7.2. МФО:

7.3. Рахунок:

8. Додатково

8.1. Форма одержання виписки: факс; особисто

9. Зв’язок

9.1. Телефон:

9.2. Факс:

9.3. Е-mail:

Голова Правління

ВАТ

5.3. Первинний і вторинний ринок цінних паперів

Сукупність функцій ринку цінних паперів в економіці можна поділити за двома групами: постійні, властиві стабільній стаціонарній системі акціонерних відносин господарювання, i тимчасові, притаманні періоду становлення акціонерних форм організації виробництва i фондового ринку внаслідок разових глибинних змін у системі відносин власності на капітал.

До постійних функцій ринку цінних паперів необхідно віднести:

– інвестиційну;

– власницько-стимулюючу;

– оперативного реагування i переливу капіталів.

До тимчасових функцій належать:

– приватизаційна;

– антиінфляційна.

Потрібно зазначити, що як постійні, так i тимчасові функції фондового ринку послідовно взаємопов’язані між собою i визначають роль ринку цінних паперів в економіці країни та його значення у процесі відтворення.

Проте в Україні повноцінне виконання зазначених функцій ускладнюється рядом обставин, пов’язаних із сучасним етапом реформування економічної системи країни. Специфіка становлення i розвитку українського ринку цінних паперів, якщо її розглядати з точки зору динаміки відтворення на макроекономічному рiвнi, проявляється в тому, що вони збіглися з фазою звуженого процесу відтворення i такого, що постійно звужується. Щодо розвитку ринку цінних паперів, то він характеризувався досить значними показниками зростання.

Деяке уповільнення темпів падіння виробництва все ще дозволяє реалізувати програму узгодженого розвитку як фондового, так i виробничого секторів. Подальше ж зменшення обсягів відтворення при випереджаючому зростанні ринку цінних паперів загрожує призвести до повного краху останнього. Адже, врешті-решт, на ринок реально надходитиме низькоякісний товар.

Світова практика свідчить, що якість будь-якого фінансового товару тим вища, чим краще він забезпечений результатами ефективного функціонування емітента. Загальноприйнята схема залучення грошових коштів юридичних i фізичних осіб наступна: накопичення – інвестування в цінні папери виробничих, фінансових, муніципальних i державних органів. Вона успішно функціонує лише при реальному відтворенні. Тобто коли ринок цінних паперів повноцінно виконує одну із своїх важливих функцій – функцію перерозподілу капіталів, що забезпечує безперервне переливання коштів між двома підрозділами виробництва, тимчасово вiльнi кошти постійно шукають місця найвигіднішого застосування. Поряд з цим, у самих підрозділах відтворення виділяються лідери, якi пропонують найперспективніший i найякісніший товар – цінні папери.

Ринок капіталу є інститутом, що забезпечує здійснення довгострокових інвестицій фірм, урядів та домогосподарств. Він поділяється на кредитний ринок та ринок цінних паперів із диференціацією останнього щодо того чи іншого фінансового інструменту.

Ринок цінних паперів відрізняється від інших, перш за все, специфічним характером свого товару:

– не маючи своєї власності, може мати високу ринкову ціну;

– право на одержання доходу і зобов’язання цей дохід виплачувати;

– за допомогою цінних паперів можна одержати доступ до реальних цінностей або забезпечити перехід від одного суб’єкта до іншого;

– цінні папери – це засіб, який забезпечує рух капіталу від галузей виробництва, де є його надлишок до галузей, яким він більш необхідний.

Первинним ринком цінних паперів є економічний простір, який цінний папір проходить від емітента до першого покупця.

На первинному ринку будь-яка особа, що має необхідний статус, може одержати додатковий капітал шляхом випуску своїх облігацій.

Акціонерні товариства можуть випустити облігації не більше 25 % від розміру статутного фонду підприємства. Рішення про випуск облігацій підприємства, в якому визначаються умови випуску і порядок розміщення облігацій, приймається емітентом і оформляється протоколом. Протокол повинен містити наступні дані: назву емітента облігацій; розмір його статутного фонду; види господарської діяльності і дані службових осіб емітента; назву аудиторської фірми, що його контролює; дані про розміщення раніше випущених цінних паперів; мету випуску та види облігацій; суму емісії та номінальну вартість облігації; порядок випуску облігацій та сплати доходів за ними.

Рішення про випуск облігацій внутрішніх державних та місцевих позик приймається Кабінетом Міністрів України та місцевими радами народних депутатів

Випуску акцій повинна передувати публікація спеціального проспекта емісії, що містить повну і достовірну інформацію про діяльність товариства.

Емітентом цінних паперів може бути будь-яка юридична особа, яка від свого імені випускає цінні папери і зобов’язується виконувати обов’язки, що випливають з умов їх випуску.

Вторинний ринок цінних паперів – це сфера обігу цінних паперів, до якої вони потрапляють після того, як їх продасть перший власник, що купив ці цінні папери у емітента безпосередньо або через посередника. Цей ринок може бути неорганізованим (позабіржовим) або організованим (біржовим).

Позабіржовий (неорганізований) ринок характеризується наступними особливостями:

– відсутністю єдиного курсу на однакові цінні папери;

– торгівля цінними паперами відбувається в різний час і в різних місцях;

– великою кількістю продавців цінних паперів;

– відсутністю єдиного центру, який би відпрацьовував методологію.

Організований (біржовий) ринок – це торгівля цінними паперами на основі фактичного співвідношення попиту і пропозиції в спеціально організованих місцях за чітко прописаними правилами і технологіями. Біржі є основним інститутом вторинного ринку цінних паперів, сприяють накопиченню, розподілу і перерозподілу капіталу. Усього в світі нараховується близько 200 фондових бірж, що об’єднані у Міжнародну Федерацію фондових бірж. Найбільшими з них є фондові біржі Нью-Йорка, Токіо, Лондона.

5.4. Моделі ринку цінних паперів

У світі розрізняють декілька організаційних моделей ринку цінних паперів, які, насамперед, відрізняються співвідношенням банків та інших фінансово-кредитних установ, можливістю втручання державних органів. Найбільш відомі моделі американська та німецька (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

Американська та німецька моделі ринку цінних паперів

США

Німеччина

Висока частка акціонерного капіталу (облігації та акції на ринку відносяться як 4:3)

Низька частка акціонерного капіталу, висока частка фінансування за рахунок випуску облігаційних позик (облігації відносяться до акцій як 10:1)

Велика частка інвестиційних фондів та інших колективних інвесторів

Невелика частка інвестиційних фондів

Значна частка комерційних паперів

Незначна частка комерційних паперів

Дефіцит бюджету фінансується тільки шляхом випуску цінних паперів

Поряд із випуском державних цінних паперів існує традиція прямого кредитування на покриття дефіциту

Невелика частка прямого банківського кредиту (25-30 %) у фінансуванні господарства

Значна частка прямого банківського кредиту (50-60 %) у фінансуванні народного господарства

Низька частка банків у статутних фондах промислових підприємств

Висока чи порівняно висока частка участі банків у статутних фондах промислових підприємств; різноманітні форми асоціацій банків та підприємств

На ринку цінних паперів переважають небанківські інвестиційні інститути, частка банків у фінансових інститутах знижується

На ринку цінних паперів переважає вплив банків, частка банків у фінансових активах стабільна

Американська модель ринку більш динамічна і здатна адаптуватися до будь-яких змін глобальної економічної кон’юнктури.

Для успішного впровадження в економічну систему американської моделі необхідна наявність, як мінімум, 2-х чинників:

– системи колективного інвестування, альтернативної банківській (інвестиційні, взаємні фонди та ін.);

– внутрішнього інвестора, що належить до категорії «середній клас», тобто такого, що має достатні прибутки для добровільного вкладення надлишкових засобів у цінні папери з прийнятним рівнем ризику.

Щодо моделі українського ринку цінних паперів, слід відзначити, що вона поєднує в собі риси двох моделей.

1) Майже в повній відповідності до рекомендацій американських експертів:

– організована робота Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР);

– застосовуються механізми регулятивного впливу на ринок;

– продовжується робота над новим акціонерним законодавством;

– впроваджується система державного моніторингу учасників ринку.

2) Інфраструктурні інститути ринку формуються в Україні на основі принципів, близьких до директив Європейського Співтовариства. Це стосується:

– біржових і депозитарних систем;

– способів регулювання ринків похідних цінних паперів;

– фінансових продуктів;

– регулювання вексельного обігу;

– упровадження сучасних стандартів бухгалтерського обліку та облікової системи ринку в цілому.

5.5. Учасники ринку цінних паперів

Головні учасники ринку цінних паперів (фондового ринку) – емітент та інвестор.

Емітент – юридична особа, яка від власного імені випускає цінні папери та бере на себе зобов’язання виконати умови, що випливають з умов їх випуску.

Інвестори – фізичні і юридичні особи України та інших країн світу, які стали чи мають намір стати власниками акцій та облігацій.

Інвесторами є особи, які вкладають власні кошти, майно, майнові та немайнові прав, у тому числі інтелектуальну власність, у цінні папери. Інвесторами в Україні можуть бути як фізичні, так і юридичні особи, за винятком органів держаної влади та управління і місцевих органів самоврядування. (Це не стосується Пенсійного фонду, одним із напрямів діяльності якого є вкладення коштів у цінні папери державних органів та акціонерних товариств).

На ринках цінних паперів у розвинених країнах (особливо акціонерних та облігаційних) інституціональні інвестори є основною категорією. Інститути купують акції з різних причин:

– прагнення захистити тимчасово вільні кошти від знецінення;

– прагнення отримати дохід;

– посилення впливу на управління емітентом;

– створення гарантій щодо збереження господарських взаємозв’язків із емітентом.

Крім інституціональних інвесторів, на фондовому ринку також діють фізичні особи, яких ще називають індивідуальними інвесторами. Індивідуальні інвестори є досить численною категорією учасників ринку цінних паперів. Завдяки своїй численності, вони мають можливості акумулювати кошти індивідів, використовувати їх з метою здійснення підприємницької діяльності. Незначні кошти окремих індивідуальних інвесторів у кінцевому результаті консолідуються в акціонерні капітали, допомагають інститутам – виробникам товарів та послуг – виробляти необхідну суспільству продукцію.

Однак на фондовому ринку домінують усе ж інституціональні інвестори:

– по-перше, інституціональні інвестори володіють більшими коштами, ніж окремо взяті індивідуальні;

– по-друге, саме інституціональні інтереси частіше бувають зацікавлені в тому, щоб брати участь у повсякденному управлінні справами емітента;

– по-третє, якщо індивідуальні інвестори купують цінні папери, керуючись власними інтересами, то інституціональні інвестори досить часто роблять це з метою поєднання як власних інтересів, так і інтересів емітента.

До професійних учасників ринку цінних паперів належать фінансові посередники: брокери, брокерські контори, банки, довірчі товариства. Професійні учасники ведуть рахунки клієнтів у цінних паперах і грошових коштах, а також здійснюють через брокерів біржові угоди з купівлі-продажу та інші біржові операції з цінними паперами.

Їх ще називають інфраструктурними інститутами фондового ринку. Інфраструктуру визначають як посередницьку ланку (мережу) між виробниками та споживачами певних товарів. Аналізуючи інфраструктуру фондового ринку, необхідно звернути увагу на її певні особливості.

По-перше, ряд інфраструктурних інституцій ринку цінних паперів одночасно можуть виступати як власне посередницьким інститутом, так і емітентом та інвестором.

По-друге, відносини, які формуються між учасниками ряду інфраструктурних інститутів – фондів, страхових компаній, інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, довірчих товариств тощо, – передбачають досить високий ступінь довіри, яка міститься у відносинах фізичних та юридичних осіб до таких інституцій.

По-третє, взаємодія суб’єктів фондового ринку з певними інститутами інфраструктури є не добровільною справою, вільним вибором, а обов’язковою умовою здійснення певних операцій. Прикладом може бути функціонування в Україні інституту реєстраторів акцій акціонерних товариств. Реєстратор є чистим монополістом, до того ж взаємодія з ним при переході прав власності на акції є абсолютно необхідною.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Дайте характеристику цінних паперів.

2. Які види акцій існують в Україні?

3. Охарактеризуйте призначення векселя.

4. Хто визначає порядок випуску та обігу векселів в Україні?

5. Який існує порядок випуску цінних паперів?

6. Дайте характеристику первинного ринку цінних паперів.

7. Назвіть функції ринку цінних паперів.

8. Чим відрізняється ринок цінних паперів від інших ринків?

9. Дайте характеристику організаційних моделей ринку цінних паперів.

10. Назвіть головних учасників ринку цінних паперів.

Тести для проведення контролю

1. Акція – це цінний папір:

а) без встановленого строку обігу, що засвідчує внесення певного паю до статутного фонду акціонерного товариства, дає право на участь в управлінні та отримання частки прибутку у формі дивідендів;

б) без встановленого строку обігу, що засвідчує внесення певного паю до статутного фонду акціонерного товариства, дає право на участь в управлінні та отримання частки прибутку у формі дивідендів а також на участь у розподілі майна у випадку ліквідації товариства;

в) з установленим строком обігу, що засвідчує внесення певного паю до статутного фонду акціонерного товариства, дає право на участь в управлінні та отримання частки прибутку у формі дивідендів;

г) без установленого строку обігу, що засвідчує внесення благодійного внеску у розвиток акціонерного товариства і дає право на отримання частини прибутку.

2. Облігації – це:

а) термінові боргові зобов’язання з фіксованим процентом, за допомогою яких держава, місцеві органи влади мобілізують фінансові ресурси;

б) безстрокові боргові зобов’язання з фіксованим процентом, за допомогою яких держава мобілізує фінансові ресурси;

в) безповоротна допомога, за допомогою якої держава, місцеві органи влади, а також підприємства мобілізують фінансові ресурси;

г) термінові боргові зобов’язання з фіксованим процентом, за допомогою яких держава, місцеві органи влади, підприємства та фізичні особи мобілізують фінансові ресурси.

3. До постійних функцій ринку цінних паперів необхідно віднести:

а) інвестиційну, власницько-стимулюючу, приватизаційну;

б) антиінфляційну, приватизаційну;

в) інвестиційну, власницько-стимулюючу, оперативного регулювання і переливу капіталу;

г) приватизаційну, антиінфляційну.

4. Який відсоток облігацій від розміру статутного фонду можуть випускати акціонерні товариства:

а) до 40 %;

б) не більше 50 %;

в) не менше 30 %;

г) не більше 25 %.

5. Емітент – це:

а) фізична особа, яка від власного імені випускає цінні папери і бере на себе зобов’язання виконати умови, що випливають з умов їх випуску;

б) юридична особа, яка поширює цінні папери на первинному і вторинному ринках;

в) юридична особа, яка від власного імені випускає цінні папери та бере на себе зобов’язання виконати умови , що випливають з умов їх випуску;

г) фізичні та юридичні особи, які поширюють цінні папери на первинному ринку.

6. Інститути ринку цінних паперів

6.1. Біржі в сучасній ринковій інфраструктурі.

6.2. Функціонування бірж в Україні.

6.3. Депозитарії та зберігачі, реєстратори.

6.4. Національна депозитарна система.

6.5. Клірингова система.

6.6. Позабіржова фондова торгова система.

Ключові слова: біржа, лот, касові угоди, котирування, стан ринку, інфляція, ринок в абсолютній рівновазі, ринок у певній рівновазі, лімітний курс, ринок, що обмежений в рівновазі, ринок, що обмежений попитом або пропозиціями, ринок без котирування, депозитарій, зберігач, реєстратор, Національна депозитарна система, прямі учасники, опосередковані учасники, розрахунково-клірингова діяльність, емісія цінних паперів, депозитарний договір, клірингова система, дилер, позабіржовий ринок цінних паперів.

6.1. Біржі в сучасній ринковій інфраструктурі

Біржі посідають особливе місце в інфраструктурі сучасної ринкової економіки. У сучасному розумінні фондова біржа – це організований ринок цінних паперів, що працює за принципами:

– перевірки якості і надійності цінних паперів;

– встановлення на основі аукціонної торгівлі єдиного курсу на однакові цінні папери одного емітента;

– гласності біржових операцій.

Як особливий інститут цінних паперів біржі сприяють накопиченню, розподілу і перерозподілу капіталу. Усього у світі існує близько 200 бірж, об’єднаних у Міжнародну федерацію фондових бірж.

Фондові біржі організовуються, як правило, у вигляді приватних акціонерних товариств (США, Великобританія) або публічно-правових інститутів (Франція, Італія, Швейцарія, Німеччина). Робота біржі та діяльність її членів регламентується статутом, внутрішніми правилами та інструкціями. Щоб стати членом біржі, потрібно купити місце у її власника. Після цього з’являється можливість брати участь у торгах, використовувати привілеї, які надає біржа.

У кожній країні з розвиненою ринковою економікою фондова біржа займає важливе місце як інструмент перерозподілу грошового капіталу в різноманітні галузі економіки. Однак її значення може бути більшим або меншим залежно від національного ринку позикового капіталу, розгалуженості кредитно-фінансової системи, масштабів грошових накопичень та їх впливу на відтворювальний процес. Так, біржі Західної Європи відстають від бірж США та Японії за обсягом угод і біржовою капіталізацією. Біржова капіталізація цінних паперів у США становить 35 % загальносвітової, відповідно в Японії – 32,4 %, Західній Європі –26,5 %, у т. ч. в Англії – 10,2 %, ФРН – 3,6 %, Франції – 3,5 %.

Положення фондової біржі, її роль у мобілізації грошового капіталу також залежать від ступеня її інтеграції в сучасний механізм державного регулювання. Тому національні особливості фондових бірж мають важливе значення для характеристики грошово-кредитної системи кожної країни.

США сьогодні мають розгалужену мережу, яка складається із 13 фондових бірж. Вони базуються в Нью-Йорку (дві), Чикаго, Бостоні, Сан-Франциско, Канзас-Сіті, Лос-Анджелесі, Детройті, Новому Орлеані, Далласі, Філадельфії, Цинцініані, Солт-Лейк-Сіті. Провідне становище займає Нью-Йоркська фондова біржа, на якій здійснюється більше 70 % усіх операцій з акціями. У її складі – 1366 членів, із яких 1226 представляють інтереси 523 приватних корпорацій. Близько 140 діють від власного імені. Плата за місце на біржі коливається від декількох десятків до сотень тисяч доларів. Курсова вартість акцій Нью-Йоркської біржі постійно зростає.

Друге місце за значенням у США займає Американська фондова біржа (Нью-Йорк). Однак вона, як і інші периферійні біржі, орієнтується на Нью-Йоркську фондову біржу за основною масою руху вартості акцій. У той же час, регіональні фондові біржі здійснюють, в основному, котирування акцій невеликих місцевих приватних компаній. Особливості мережі американських фондових бірж полягає в тому, що тут переважно здійснюються операції з цінними паперами старих випусків (акції, приватні та державні облігації). При цьому частка операцій з державними паперами обмежена. Допущення приватних паперів на біржу можливе при наявності чистого прибутку в розмірі 1 млн. дол., а також за згодою Ради керуючих бірж та реєстрації в Комісії по операціях з цінними паперами.

Особливість Нью-Йоркської фондової біржі полягає в тому, що там існує досить диференційоване коло членів порівняно з біржами інших країн.

По-перше, це спеціалісти щодо операцій із певним цінним папером (одним чи декількома). Кожний цінний папір на біржі приписаний до певного спеціаліста, який користується монопольним правом на угоди з ним. Ці спеціалісти є ключовими фігурами в торговій справі і представляють замовлення натовпу, що торгує, конкуруючи з іншими членами біржі. Після завершення угоди вони отримують комісійні. Обов’язок спеціаліста як дилера – підтримувати на ринку той цінний папір, який за ним закріплено. Від нього вимагається купувати і продавати за власний рахунок цінний папір таким чином, щоб зводити до мінімуму дисбаланс попиту і пропозиції на нього, що іноді виникає. В інших випадках спеціалісту забороняється торгувати за власний рахунок.

На початку 90-х років на Нью-Йоркській фондовій біржі діяло 440 спеціалістів, які були об’єднані в 35 груп. Найбільша складалася із 24 спеціалістів, за якою налічувалося 125 акцій. Як правило, спеціалісти проводять угоди за власний рахунок, а за певні комісійні виконують обмежені накази інших брокерів.

По-друге, це брокери торгового залу або біржові брокери, які є членами фондової біржі і виконують замовлення своїх клієнтів, не маючи права вести операції за власний рахунок. У той же час, вони можуть виконувати доручення інших брокерів, які в силу обставин не можуть здійснювати угоди.

По-третє, біржові (зареєстровані) маклери, які проводять операції в торговому залі за власний рахунок або діють за дорученням, в якому вони мають частку (їх усього близько 30 чоловік).

По-четверте, асоційовані члени, що мають допуск в операційний зал, але не мають права укладати угоди. Як правило, це представники компаній і фірм, членів фондової біржі.

Англія. У цій країні мережа фондових бірж налічує 22 фондові біржі. Провідною є Лондонська, яка концентрує більше 60 % усіх операцій з цінними паперами всередині країни. Однак головна її особливість полягає в тому, що більше 50 % торгівлі припадає на цінні папери іноземного походження, оскільки Лондон продовжує виконувати роль одного із світових фінансових центрів. Серед інших слід відзначити фондові біржі в Глазго, Ліверпулі, Манчестері, Бірмінгемі.

У жовтні 1986 року Лондонська фондова біржа після 213 років існування вступила в новий етап. У результаті реорганізації біржа перетворилася майже в «глобальний центр торгівлі цінними паперами». Сутність проведеної реорганізації полягає в ліквідації суворої спеціалізації маклерських фірм та обмеженні їх фінансових операцій, у результаті чого члени Лондонської фондової біржі позбавляються права користуватися фіксованими комісійними за операціями з акціями та іншими цінними паперами, а іноземні інвестори отримують повну свободу щодо усіх операцій біржі. Ділова преса Заходу визначила цей захід уряду Англії як певну поступку перш за все могутнім спекулянтам із США та Японії, які ведуть широку світову торгівлю акціями за допомогою комп’ютерних мереж.

Лондонська біржа є однією із найстаріших, регламентація її діяльності почалася ще в ХVІІ ст., а офіційно вона виникла в 1773 році. Це акціонерне товариство, капітал якого складає більше 500 тис. фунтів стерлінгів. Число членів, хоч і коливається щорічно, в середньому становить майже 3,5 тис. чол., із яких близько 2,7 тис. брокерів і 800 тис. дилерів і джоберів. Останні проводять операції за власний рахунок.

Основний вид біржових операцій на Лондонській біржі – це термінові угоди, які носять не стільки мобілізаційний, скільки спекулятивний характер. Джобери, як правило, проводять операції з певними цінними паперами, укладають угоди тільки через брокерів, а не безпосередньо з покупцями і продавцями.

Особливістю Лондонської біржі є те, що крім основних операцій на ній відбуваються так звані арбітражні угоди. Їх зміст полягає в тому, що угода з одним і тим же видом цінних паперів відбувається одночасно на двох різних ринках (одна в Лондоні, інша, наприклад, в Німеччині, в Гамбурзі).

На фондових біржах Англії котируються як акції, так і приватні облігації на пред’явника та іменні, а також цінні папери іноземних компаній. На англійських фондових біржах допускаються касові угоди (оплата протягом доби), форвардні (оплата за 14 днів) і термінові опціони. Мінімальний обсяг угод в Лондоні складає 1 тис. фунтів для простої акції та облігації і 100 цінних паперів будь-якого виду. Брокерська комісія щодо угод на біржах становить 0,375 % від номінальної вартості державних цінних паперів, 0,75 % – від ринкової ціни приватних облігацій і 1,25 % – від ринкової ціни акції.

Франція. У Франції діє 8 фондових бірж (у Парижі, Бордо, Лілє, Ліоні, Марселі, Нансі, Нанті, Тулузі. Провідне місце займає Паризька фондова біржа, на яку припадає 98-99 % обсягу операцій із цінними паперами усіх французьких фондових бірж. На фондових біржах Франції обертаються в основному акції приватних компаній та облігації державних позик. До 1961 року на Паризькій біржі існувало два ринки: офіційний (ринок маклерів) і неофіційний (ринок куртьє під назвою «куліса»). У 1961 році останній був ліквідований, а в 1962 році проведена реформа фондової біржі, згідно з якою встановлювалося єдине котирування цінних паперів для бірж усієї країни.

Паризька фондова біржа почала функціонувати з ХVІІІ ст., коли англійський банкір і вчений Джон Ло зайнявся у Франції спекуляцією з цінними паперами для покриття дефіциту бюджету Франції. Реально вона почала діяти в спеціальному приміщенні в 1798 році. Згідно з законом 1801 року біржа стала організацією, яка складалася із брокерів – осіб, які обиралися і затверджувалися урядом. Декрет від 30.03.67 визначив порядок організації та ліквідації фондових бірж на території Франції. На Паризькій фондовій біржі, як правило, можна здійснювати угоди тільки з паперами, допущеними до котирування на біржі. Допуск цінних паперів тієї чи іншої корпорації створює ринок. Про допуск цінного паперу на ринок приймає рішення корпорація брокерів, а допуск іноземних цінних паперів здійснює уповноважений орган уряду Франції. Біржові брокери здійснюють угоди з приватними та державними цінними паперами, які підлягають котируванню, а також угоди за рахунок інших із переказними та іншими векселями, з будь-якими торговими цінними паперами.

Нині Паризька фондова біржа поділяється на три основних елементи: офіційний («паркет»), неофіційний («куліса») і так званий вільний ринок.

На офіційному ринку укладають та оформляють угоди брокери, які вносять заставу в певному розмірі. Неофіційний ринок («куліса») діє як об’єднання банкірів і носить назву банківського ринку. Членами «куліси» є, як правило, різні види банків, які купують і продають цінні папери як за готівку, так і на термін. На «кулісі» ними організовано як «синдикат банкірів за готівковими угодами», так і «синдикат банкірів за терміновими угодами». Члени «куліси» повинні вносити задаток.

Третій – вільний ринок – базується на цінних паперах, які не допускаються на офіційний і кулісний ринок. На ньому може здійснити угоду будь-яка фізична чи юридична особа. «Куліси» і вільний ринок не обслуговують процеси мобілізації грошового капіталу і тому носять, в основному, спекулятивний характер.

У Франції всі фондові біржі є державними закладами. Серед цінних паперів, що котируються на фондових біржах, основне місце займають облігації та акції на пред’явника; іменні – тільки для страхування компаній. Мінімальна вартість цінних паперів становить 100 франків. На фондових біржах відбуваються касові угоди з розрахунком не більше двох днів і термінові угоди типа репорт.

ФРН. Система фондових бірж включає 8 бірж, що діють у Франкфурті-на-Майні, Дюссельдорфі, Гамбурзі, Мюнхені, Штутгарті, Бремені, Ганновері. Провідне місце в біржових операціях займає Франкфуртська, бо це місто є основним кредитно-фінансовим центром ФРН і було таким ще до початку ІІ світової війни. Тут розміщуються штаб-квартири провідних торгово-промислових корпорацій і кредитно-фінансових установ ФРН (банків, страхових компаній і т.д.).

У сучасній Німеччині найбільшими вважаються фондові біржі Франкфурта-на-Майні і Гамбурга.

З 4 травня 1975 року діє новий закон про біржі, який замінив попередній, прийнятий ще в 1896 році. Згідно з цим законом уніфіковані організаційні та правові форми біржі, більш чітко визначена практика допуску на біржу фізичних осіб, які беруть участь у біржовій грі, а також відрегульовані правила здійснення біржових угод. Особливість біржового механізму Німеччини полягає в тому, що фондові біржі мають менше значення у фінансуванні економіки, ніж в інших країнах, бо основну роль тут відіграють комерційні банки. Тому вплив корпорацій та інших компаній на ринок цінних паперів порівняно з іншими країнами досить обмежений.

Позабіржовий ринок представлений у Німеччині так званим вільно конвертованим ринком, що контролюється в основному комерційними банками, які утворюють Комісію з питань торгівлі позабіржовими цінними паперами як орган Федерального союзу приватних банків. На цьому позабіржовому ринку існує дві основні форми торгівлі: перші – «за стійкою» ( тобто торгівля в певний час і в певному місці), інша – телефоном. У першому випадку діє порядок регулярних торгів, правила допуску і зобов’язання публікувати котирування аналогічно до фондової біржі. Торгівля відбувається тільки допущеними до котирування цінних паперів, включаючи і біржові. Даний метод нагадує американський позабіржовий ринок «через прилавок», який утворюється після торгівлі на фондовій біржі.

Фондові біржі в Німеччині є державними закладами, що створюються властями земель, управліннями, торговими палатами і торговими асоціаціями. Як правило, нагляд за обігом цінних паперів і діяльністю бірж у Німеччині здійснюють органи влади земель, які призначають для цих цілей державних контролерів. У той же час, банківську діяльність щодо розміщення цінних паперів регулюють федеральні органи. Практичною роботою фондових бірж у Німеччині керують: Правління бірж, Комісія з питань допуску до котирувань і Палата маклерів. Основними суб’єктами фондових бірж у Німеччині є курс-маклери та вільні маклери. Перші є професійними брокерами, які торгують в основному цінними паперами, що прописані ними. Вони не можуть здійснювати операції від власного імені і за власний рахунок. Основна функція курс-маклерів – фіксація курсів продажу та купівлі цінних паперів, на яких вони спеціалізуються. Вільні маклери можуть укладати біржові угоди як від імені клієнтів, так і від власного, але їх операції не беруться, як правило, до уваги при встановленні офіційних біржових котирувань, що відрізняє їх від котирувань курс-маклерів. Вільні маклери здійснюють також посередницькі операції для банків на позабіржовому ринку.

Італія. Фондові біржі Італії діють як державні заклади. Їх діяльність визначається рядом законів, які встановлюють загальний порядок обігу і реалізації цінних паперів на біржах. Контрольні функції за діяльністю бірж здійснюють Міністерство фінансів, місцеві торгові органи і спеціальний орган – Національна комісія у справах компаній і бірж.

Суб’єктами фондових бірж є брокери, зареєстровані за статусом державних службовців. Як правило, кількість брокерів встановлюється законом для кожної біржі. Найбільша – Міланська – має їх близько 130, там котируються до 500 видів цінних паперів, третя частина з яких – акції. Брокери отримують комісійні за свою діяльність за держоблігаціями в розмірі 0,15 %, а за акціями – 0,01 – 0,07 % від суми угоди.

Ставки комісійних, як правило, встановлюються Міністерством фінансів при консультації з Асоціацією брокерів Італії. Вони обов’язкові для всіх фондових бірж країни. З середини 50-х років брокери виконують і посередницькі функції при реалізації італійських цінних паперів для іноземних покупців.

Швейцарія. Сьогодні в країні діє 8 фондових бірж. Вони існують з 1850 року. Найбільші з них – у Базелі, Женеві та Цюріху, вони беруть участь у міжнародному обігу цінних паперів.

Провідне значення має Женевська фондова біржа, яка проводить біржові операції, котирування цінних паперів, сплачує комісійні винагороди посередникам, визначає порядок здійснення операцій. Управляєть біржею біржова палата, яка призначає персонал біржі і секретаря. Угоди на ній укладаються маклерами. Брокерські компанії і банки, як правило, делегують на Женевську біржу своїх маклерів, які повинні бути або повними, або асоційованими її членами.

Біржові курси офіційно реєструються державними комісарами біржі. До котирування на біржі не приймаються цінні папери тих компаній, капітал яких не досягнув 1 млн. швейцарських франків, хоча біржовим комітетом можуть робитися винятки. Операції з рентою та облігаціями сплачуються готівкою. Операції біржового характеру здійснюються тільки переказними бонами швейцарського національного чи клірингового банку. Для цінних паперів з угодами під емісію біржова палата визначає спеціальний ліквідний порядок.

Друге за значенням місце займає біржа Цюріха, де функціонує паралельний ринок паперів, що не допущені до біржового котирування. Цей ринок діє за всіма правилами біржі, але тут відсутній контроль за їх виконанням. На ній обертається близько 2,5 тис. цінних паперів (2 тис. облігацій і 400 акцій). Частка цінних паперів і облігацій іноземних емітентів – 30 % і 40 % відповідно.

Фондові біржі в Швейцарії є державними закладами, що створюються місцевими органами (кантонами). На відміну від інших країн, управління біржею здійснюється великою кількістю органів: Асоціація фондової біржі, Комісаріат біржі, Біржова комісія, Біржовий арбітражний трибунал. Вищим органом у цій системі є Асоціація фондової біржі, яка визначає регламент роботи біржі, включаючи умови допуску акцій і облігацій до котирування на ній.

Умови котирування на швейцарських фондових біржах встановлені таким чином, що курс облігації фіксується в процентах, а за акціями – у франках за акцію. Ціни на облігацію не враховують приросту процента з моменту погашення останнього купону, на акцію – дивіденду за останнім купоном.

Ставка брокерських комісійних від операцій на фондових біржах і паралельних ринках становить 0,25 % для національних і 0,375 % для іноземних облігацій від їх ринкової вартості плюс нарахований процент. За акціями знімається 0,375 % їх ринкової вартості, але з певною кореляцією для різних видів акцій. При угодах з іменними цінними паперами покупець сплачує трансфертний збір від 2,5 до 50 франків.

Особливість ринку цінних паперів Швейцарії, частково її фондових бірж полягає в тому, що через них відбувається значна мобілізація і перерозподіл міжнародних потоків грошового і фіктивного капіталу. Це пов’язано з тим, що можливість ринку капіталів і його елементу – ринку цінних паперів – суттєво перевищують потреби країни у грошових і фондових засобах.

Японія. Біржова мережа Японії складається з 9 бірж (Токіо, Осака, Нагоя, Кіото, Кобе, Хіросіма, Фукіока, Ніагата, Саппаро). Найбільшою з них є Токійська, яка за обігом посідає третє місце у світі після Нью-Йоркської і Лондонської фондових бірж. Значення Токійської біржі почало зростати в середині 60-х років, коли японський монополістичний капітал «дзайбацу» відновив свої позиції всередині країни і почав конкурувати з американським і західноєвропейським. Крім того, розгортанню широких біржових операцій у Японії сприяли високі темпи зростання економіки, що відобразилося на курсах цінних паперів та високій нормі грошових накопичень.

При цьому слід відзначити, що до ІІ світової війни фондових бірж в Японії не було. Фондові біржі в Японії – це акціонерні товариства. Діють вони, як правило, на основі своїх статутів, але в межах діючого національного законодавства. Очолюють біржі правління, що таємно обираються своїми членами. Правління біржі контролює операції на біржі, представляє інтереси її членів.

В якості посередників на біржах виступають брокери, які не мають права укладати біржові угоди на свою користь. Іноземні юридичні особи можуть прийматися в члени фондових бірж при умові реєстрації їх у країні (із зазначенням місцезнаходження, з капіталом у 66 млн. дол. і щорічним чистим прибутком до 10 млн. дол.). У 1973 і 1977 роках на Токійську фондову біржу були допущені акції ряду іноземних компаній, що сприяло розширенню операцій із цінними паперами на ринку Японії.

Фондові біржі є саморегулятивними заклади, які самостійно встановлюють умови допущення цінних паперів до котирування. На біржах Токіо, Осаки і Нагої існують по два фондових ринки: перший включає котирування найбільш відомих цінних паперів, другий – для дрібніших компаній. На них також діють паралельні ринки для паперів, що не допущені до котирування на біржі. На Токійській біржі також існує ринок обігу іноземних фондових цінностей. Членами фондових бірж є брокерські фірми, які мають повноваження міністерства фінансів на проведення біржових операцій. Вони діють через своїх представників, купують та продають цінні папери як за рахунок і від імені клієнтів, так і за власний рахунок і на свою користь.

Крім того, в Японії (як особливість біржового механізму) діють спеціальні посередницькі фірми («санторі»), що фіксують пропозиції і заявки членів біржі, а потім на основі цієї інформації визначають курси цінних паперів. Вони, як правило, спеціалізуються на галузевих фірмах і компаніях. Допущення акцій до котирування регламентоване як кількісно, так і якісно: розмір акціонерного капіталу компанії повинен складати не менше 1 млрд. ієн; прибуток до сплати податку в останній рік не менше – 400 млн. ієн (не менше 20 ієн на акцію); беззбиткова діяльність компанії за останні п’ять років; сплата дивідендів за останній рік не менше 5 ієн на акцію; чисельність акціонерів диференціюється залежно від кількості випуску акцій. Для іноземних компаній існують ще більш жорсткі вимоги. Так, розмір акціонерного капіталу – до 10 млрд. ієн, прибуток за останні три роки – не менше 2 млрд. ієн до сплати податків, число акціонерів на момент емісії акцій – 1 тис. чоловік.

Токійська фондова біржа обслуговує, головним чином, обіг приватних акцій, а оборот облігацій із фіксованим доходом незначний. Основна маса акцій і облігацій, що котируються, – іменні і на пред’явника. Біржовий обіг на фондових біржах базується на касових угодах (короткотермінових), менш розповсюджений метод термінових угод. Торгівля відбувається лотами з номінальною вартістю в 50 тис. ієн із пакетами в 1 тис. акцій, вартість акцій, що котируються на біржах, переважно становить 20 – 50 ієн.

Канада. Тут діє 5 фондових бірж: в Монреалі, Торонто, Ванкувері, Калгарі, Вінніпезі. 90 % усього біржового обігу цінних паперів сконцентровано в Монреалі і Торонто.

За останні роки відбулося помітне пожвавлення біржових операцій, бо канадський капітал, зміцнивши свою економічну базу всередині країни, розширив сферу впливу за межі країни і, перш за все, в США. Забезпечення промислових корпорацій значною мірою було досягнуте за рахунок не тільки банківської сфери, але й мобілізації грошових коштів через ринок цінних паперів, частково через біржу.

Звичайно, кожна фондова біржа розробляє власні правила діяльності, але принципи, що покладені в їх основу, схожі, бо фондовий ринок – це явище загальне та інтернаціональне.

Світові стандарти для діяльності фондового ринку були розроблені «Групою Тридцяти» – недержавними експертами з організації міжнародної фінансової системи. Метою стандартів є скорочення строків між укладенням угоди та її реалізацією, а також забезпечення гарантій виконання угоди. В основному рекомендаціями «Групи Тридцяти» передбачено:

– усі угоди за цінними паперами виконуються за принципом «поставка проти оплати»;

– звіряння умов сторонами робиться не пізніше наступного дня після укладення угоди (Т+1);

– угоди виконуються не пізніше ніж через два робочі дні після укладення (Т+3);

– грошові платежі здійснюються для всіх угод єдиним порядком;

– зберігання цінних паперів забезпечує єдиний центральний депозитарій;

– для обліку документів щодо операцій із цінними паперами та їх нумерації використовуються стандарти Міжнародної організації стандартизації.

6.2. Функціонування фондових бірж в Україні

На сьогодні в Україні діє 4 фондові біржі – акціонерні товариства, де зосереджується попит та пропозиція цінних паперів, формується їх біржовий курс. Фондові біржі діють відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» від 18 червня 1991 р., актів законодавства України, статуту і правил фондової біржі.

Фондові біржі, що діють в Україні:

– Українська фондова біржа (УФБ) – справедливо вважається «старійшиною» українського фондового ринку (зареєстрована 21 вересня 1991 р.), має мережу філій в усіх великих регіонах країни. Останнім часом на УФБ основна частина торгового обороту припадала на продаж акцій приватизованих підприємств, що належать державі (більш ніж 80 % від усього обороту), при цьому обсяги торгів прямо залежали від інвестиційної привабливості і пакетів акцій підприємств, що пропонувалися Фондом держмайна до продажу;

– Київська міжнародна фондова біржа;

– Українська міжбанківська валютна біржа – на початку 1998 р. отримала ліцензію в Державному комітеті з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), має мережу філій в усіх регіонах країни, необхідну технічну базу і досвід торгівлі облігаціями внутрішньої державної позики, що вирізняє її серед інших фондових бірж;

– Донецька фондова біржа – регіональна біржа, займається торгівлею акціями підприємств Донецької області.

У 1992 р. почала працювати Українська фондова біржа, діяльність якої спрямована на створення національного централізованого ринку цінних паперів. Біржа створює умови для задоволення запитів кожного вкладника та захисту його інтересів. Основними документами, які регламентують діяльність фондової біржі, є її Статут та Правила, але між цими нормативними документами є суттєва різниця: Статут визначає внутрішній устрій біржі, Правила встановлюють та регламентують принципи її діяльності.

У Законі України «Про цінні папери і фондову біржу», Статуті та Правилах Української фондової біржі визначено, що фондова біржа є акціонерним товариством, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та діє на основі вищезазначених законодавчих і нормативних актів на засадах цілісності, централізації та прозорості ринку, його відповідності світовим стандартам фондової торгівлі. Такі принципи забезпечують високі гарантії безпеки, надійності, стабільності і ліквідності ринку цінних паперів в Україні.

Звідси випливає головна функція фондової біржі, що закріплена законодавчо: вона повинна бути організованим ринком цінних паперів, тобто місцем, де брокери виконують замовлення клієнтів і укладають угоди з купівлі-продажу акцій та облігацій за цінами, що визначаються співставленням попиту і пропозиції.

Кожному, хто причетний до підприємницької діяльності, добре відомий її головний принцип: «Купити – дешевше. Продати – дорожче». Виходячи з цього принципу, кожен акціонер-власник акцій чи облігацій намагається продати їх якомога дорожче, а кожен інвестор – купити цінні папери якомога дешевше.

Разом з тим, виходячи з принципу прозорості ринку цінних паперів, який передбачає регулярну інформацію про діяльність емітента та курс його цінних паперів шляхом публікації в офіційному виданні УФБ, кожен продавець чи покупець цінних паперів заздалегідь знає курси цінних паперів, які його цікавлять за певний період часу, а також тенденції та можливі межі їх змін за одні торги, що встановлені Правилами УФБ. Ліміт ціни на акції або облігації, який вказує клієнт при купівлі чи продажу у своєму замовленні брокеру, визначається, як правило, на підставі аналізу такої регулярної інформації. Це, в свою чергу, сприяє тому, що у певної кількості замовлень як на купівлю, так і продаж, що подаються до УФБ, ліміт цін співпадає. Отже, відповідно до них за наслідками котирування, тобто визначення курсів, яке здійснюється фондовою біржею, виконуються замовлення за найбільш сприятливим курсом (ЗКД – за курсом дня) та укладаються відповідні біржові угоди з купівлі-продажу цінних паперів.

Замовлення клієнтів. На Українській фондовій біржі застосовується система встановлення курсів цінних паперів і валюти, заснована на ціновій пропозиції клієнтів, які подають замовлення купівлі або продажу брокерським конторам. Клієнт, заповнюючи бланк замовлення, повинен відповідно визначити, за якою ціною (курсом) він має намір реалізувати свою угоду.

Якщо предметом угоди є купівля паперів, то ціна, яку запропонує клієнт (так званий ліміт ціни), буде максимальною. Це означає, що його замовлення може виконуватися за курсом, не вищим від запропонованого.

У випадку продажу цінних паперів запропонована ціна є мінімальною. Клієнт погодиться продати свої акції за курсом, не нижчим за цю ціну.

Може також статися, що клієнт, складаючи замовлення, відмовляється від зазначення курсу. Тоді на бланку замовлення вписується скорочення ЗКД (за курсом дня), що означає наказ укласти угоду за курсом, який встановиться на біржових торгах. Доручення цього типу реалізуються в першу чергу, оскільки клієнт, який його виставив, завчасно погодився на ціну дня.

Ліміт ціни замовлення на продаж – це обмежувальний курс, за яким може виконуватися замовлення, тобто мінімальна ціна, за якою можна продати дані цінні папери. При цьому курс виконання замовлення на продаж може дорівнювати ліміту ціни, що вказаний у замовленні, або бути вищим, але ні в якому разі не нижчим.

Ліміт ціни замовлення на купівлю – це обмежувальний курс, що вказаний у замовленні, за яким може виконуватися замовлення, тобто максимальна ціна, за якою можна купити дані цінні папери. При цьому курс виконання замовлення на продаж може дорівнювати ліміту ціни, що вказаний у замовленні, або бути нижчим, але ні в якому разі не вищим.

Якщо лімітом ціни замовлення на продаж або купівлю визначено ЗКД, тобто вказано продати або купити певну кількість цінних паперів за курсом дня, то це передбачає першочергове виконання замовлень за курсом, який визначається в результаті котирування в той чи інший біржовий день.

Котирування (англ. quotation) – це визначення курсів цінних паперів, яке здійснюється шляхом зосередження попиту та пропозиції, співставлення лімітів цін замовлень на купівлю і продаж цінних паперів та встановлення оптимальної ціни (курсу дня), при якій виконується найбільша кількість замовлень, здійснюється найбільший обіг цінних паперів. Це одна з головних функцій фондової біржі та одна з основних біржових операцій.

Порядок і умови котирування. Відповідно до чинного законодавства, зокрема Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18.06.91 та Указу Президента України «Про електронний обіг цінних паперів та Національний депозитарій» від 25.05.94, в Україні водночас здійснюється обіг матеріалізованих цінних паперів, тобто паперових акцій і облігацій, та дематеріалізований (або електронний), обіг цінних паперів у формі комп’ютерних (безготівкових) записів на рахунках.

Обидві форми обігу мають місце і на Українській фондовій біржі. Паперові акції, облігації, інші матеріалізовані цінні папери перебувають в обігу та котируються на торгах «з голосу». Електронні цінні папери у формі записів на рахунках перебувають в обігу та котируються на електронних торгах у системі електронного обігу цінних паперів, що забезпечується єдиним програмним забезпеченням (біржа – центральний депозитарій – кліринговий банк). Проте як для електронного (безготівкового), так і для матеріалізованого (паперового) обігу цінних паперів використовується одна технологія проведення котирування – визначення курсів цінних паперів.

Суттєва різниця котирування на електронних торгах та торгах «з голосу» полягає лише в тому, що в першому випадку вони проводяться в автоматичному електронному режимі – нормальне або спеціальне фіксингове котирування, а на торгах «з голосу» котирування здійснюється спеціалістами біржі в ручному режимі або за допомогою окремих комп’ютерних програм. Взагалі порядок і умови котирування та послідовність виконання операцій, тобто увесь процес котирування як електронних торгів, так і торгів «з голосу» (загальна технологічна схема), залишаються однаковими. Необхідно зауважити, що ця схема повністю відповідає системам котирування, які використовуються на більшості фондових бірж світу.

Основою для проведення котирування є достатня кількість замовлень на купівлю-продаж цінних паперів, які подаються клієнтами-брокерами не пізніше ніж за один день до початку торгів, для наступної передачі їх брокерами на біржу.

При наявності достатньої кількості замовлень на купівлю-продаж того чи іншого цінного паперу визначаються, виходячи з попереднього курсу, максимальна та мінімальна межі зміни курсу на поточні торги відповідно до критеріїв, які встановлені біржею. Усі дані вносяться до листка котирувань, за допомогою якого і проводиться зіставлення замовлень на купівлю-продаж, тобто зіставлення попиту і пропозиції, та визначається курс дня.

Три умови котирування. Крім зазначених вище трьох принципів котирування, при визначенні курсів використовуються три умови котирування.

Перша умова: зміни ціни (курсів) порівняно з останнім (попереднім) котируванням не повинні перевищувати встановлені біржею межі (наприклад, 10 чи 20 відсотків), крім випадків припинення котирування. Доцільність даної умови полягає в тому, щоб гарантувати безпеку ринку, не допустити занадто великих коливань, змін та варіацій курсів, які не висвітлюють дійсних тенденцій ринку і фінансово-економічного стану емітента. Проте це може відбутися, якщо, наприклад, в один день більшість замовлень на продаж будуть позначені лімітом ціни ЗКД – за курсом дня. Така ситуація можлива, якщо на ринку низька активність, надходить недостатня кількість замовлень на продаж цінних паперів. Низький рівень активності буде створювати тенденцію до різкого зниження курсу.

Внаслідок цього зміни цін можуть вийти з-під контролю, якщо інвестори, які одержали інформацію про дану ситуацію, вирішать продати свої цінні папери. При цьому відбудеться значне зниження вартості цінних паперів конкретного емітента, в цілому знизиться й ринкова вартість акціонерного товариства без певних на те причин.

Саме тому найбільш безпечно було б встановлювати максимальний рівень коливань курсу. Даний процент коливань визначається біржею, виходячи з наступних обставин:

– періодичність проведення котирувань (коли котирування здійснюється частіше та зменшується встановлена варіація коливань, межі змін курсів);

– рівень інфляції та процентних ставок (при збільшенні ставок і зростанні інфляції зростають і межі змін курсів);

– ліквідність цінних паперів (при високій ліквідності цінних паперів встановлюються вищі межі змін курсів). Це означає, що для різних груп котирування, навіть для окремих груп цінних паперів та окремого цінного паперу, біржею можуть на певний час вводитися різні межі змін коливань курсів.

Друга умова: усі замовлення на купівлю, лімітний (обмежувальний) курс яких чітко вище курсу котирування, повинні виконуватися повністю, в тому числі замовлення за курсом дня. Усі замовлення на продаж, лімітний (обмежувальний) курс яких чітко нижчий, ніж курс котирування, повинні виконуватися повністю, в тому числі замовлення за курсом дня.

Причина цієї умови полягає в тому, що будь-який інвестор при бажанні купити або продати за визначеною ціною може погодитись на більш низьку ціну у випадку купівлі та на більш високу ціну у випадку продажу. Дана умова є головною складовою процесу фіксингового котирування і допомагає максимально збільшити кількість замовлень, за якими укладаються угоди.

Якщо ця умова не може виконуватися внаслідок перевищення встановленої біржею межі змін курсів цінних паперів, тобто першої умови, то в даному випадку визначається, що ринок знаходиться в стані нерівноваги або нерівноваги із скороченням.

Третя умова: замовлення на купівлю або продаж, обмежувальний курс яких дорівнює курсу дня, можуть виконуватися лише частково, виходячи з ситуації, що склалася на ринку. Це зумовлено тим, що кількість цінних паперів, які подані для продажу на ринку, не буде суворо дорівнювати кількості цінних паперів, які купляються на ринку за курсом дня, що співпадає з обмежувальними курсами замовлень на купівлю і продаж.

Усі три умови використовуються при проведенні котирування та застосовуються разом із принципами котирування для визначення тенденцій станів ринку і процентів скорочення у випадках ринку в стані нерівноваги, а також ставок задоволення замовлень на ринку в стані неповної рівноваги.

За наслідками котирування визначається стан ринку за кожним окремим цінним папером.

Після проведення котирування ринок може перебувати в одному із п’яти станів:

– ринок в абсолютній рівновазі;

– ринок у неповній рівновазі;

– ринок, обмежений у нерівновазі;

– ринок, обмежений попитом або пропозицією;

– ринок без котирування.

Кожен із цих станів має наступні ознаки.

Ринок в абсолютній рівновазі – усі замовлення на купівлю, обмежувальний курс яких вищий або дорівнює курсу котирування, і всі замовлення на продаж, обмежувальний курс яких нижчий або дорівнює курсу котирування, виконуються повністю.

Ринок у неповній рівновазі – усі замовлення на купівлю, які мають межу вищу, ніж курс котирування, і всі замовлення на продаж, які мають курс нижчий, ніж курс котирування, виконуються повністю; замовлення на купівлю або продаж, курс яких дорівнює курсу котирування, виконуються частково або не виконуються зовсім.

Ринок, обмежений у нерівновазі – усі замовлення на купівлю, які мають межу вищу або тотожну курсу котирування, або усі замовлення на продаж, що мають межу нижчу або тотожну курсу котирування, виконуються в кількості, яка розраховується шляхом застосування процента скорочення. Ринок є відношенням (завжди менше 1) між кількістю заявлених цінних паперів в одному напрямі і кількістю заявлених цінних паперів у зворотному напрямі. Цей процент повинен бути вищим за рівень, встановлений біржею. Межа процента скорочення в цьому випадку становить 20 %.

Ринок, обмежений попитом або пропозиціями – процент скорочення менший, ніж рівень, встановлений біржею, жодне замовлення не виконується. Біржа публікує індикативний курс.

Ринок без котирування – курс визначити неможливо, біржа не публікує жодної інформації про стан ринку, крім попереднього курсу.

Для повної характеристики стану ринку застосовуються також вісім тенденцій, які повністю залежать від переваг попиту чи пропозиції. Кожна тенденція має власний номер, який публікується в біржовому бюлетені.

Після підписання угода реєструється у розрахунковому відділі біржі. Коли між сторонами виникає суперечка щодо умов угоди, остаточною є умова, зафіксована у записці спеціаліста.

Сторона угоди, що не погодилася з умовами протилежної сторони, підтвердженими запискою спеціаліста, визнається такою, що відмовилась від угоди.

За обопільної незгоди сторін з умовами угоди, викладеними в записці спеціаліста, приймаються умови, погоджені із сторонами.

За обопільної незгоди сторін з умовами угоди, викладеними в записці спеціаліста, і неможливості досягти згоди між ними, обидві сторони визнаються такими, що відмовились від угоди.

Відповідальність за оформлення, інформування про суперечки щодо умов та реєстрацію угоди покладається на брокера-продавця.

6.3. Депозитарії та зберігачі, ресстратори

Депозитарна діяльність – надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій за цими рахунками (включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Депозитарій – це юридична особа, що здійснює діяльність щодо:

– надання послуг із зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску;

– відкриття та ведення рахунків у цінних паперах;

– обслуговування операцій за цими рахунками, включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів;

– обслуговування операцій емітента щодо випущених ними цінних паперів.

Депозитарій виступає у якості номінального утримувача, зареєстрованого у реєстрі власників іменних цінних паперів як юридична особа, якій ці цінні папери передано за дорученням та в інтересах власників цінних паперів для здійснення операцій у Національній депозитарній системі.

Депозитарій може створюватися у формі відкритого акціонерного товариства, учасниками якого є не менше 10 зберігачів. Депозитарна діяльність повинна бути єдиним видом діяльності товариства. Засновниками депозитарію можуть бути фондова біржа, а також учасники організаційно оформленого позабіржового ринку.

Для отримання дозволу сплачена (тільки грошима) частка статутного фонду депозитарію на момент подання заяви повинна бути не меншою за гривневий еквівалент 400 000 ЕКЮ. Частка статутного фонду, що належить одному акціонеру, не може перевищувати 10 %. Дозвіл видається терміном на 3 роки.

Клієнтами депозитарію є: зберігачі, які уклали з ними депозитарний договір; емітенти – щодо рахунків власних емісій, відкритих на підставі договорів про обслуговування емісій цінних паперів; інші депозитарії, з якими укладено договори про кореспондентські відносини.

В Україні на сьогодні діють два депозитарії.

1. 3 березня 1997 р. почало діяти відкрите акціонерне товариство «Депозитарно-клірингова компанія «Міжрегіональний фондовий союз» (МФС).

Функціями депозитарію МФС є:

– зберігання всіх видів цінних паперів, які допущені до обігу в Національній депозитарній системі, та обслуговування угод із цінними паперами. Переведення цінних паперів українських підприємств до системи депозитарію МФС створює реальні можливості для підвищення їх ліквідності;

– розрахунки за угодами купівлі-продажу цінних паперів (в бездокументарній формі), що включають два види операцій: доставку цінних паперів із рахунку (в цінних паперах) продавця на «паперовий» рахунок покупця і доставку грошей від покупця продавцю.

2. Національний депозитарій утворений у березні 1999 року. Статутний фонд – 5 млн. грн. Найбільшим акціонером є Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (86 % акцій). До 2010 року Національний депозитарій, згідно з Меморандумом між ДКЦРФР та Американським агентством міжнародного розвитку (USAID), не буде здійснювати комерційну депозитарну діяльність.

Зберігач – комерційний банк або торговець цінними паперами, який має дозвіл на зберігання й обслуговування обігу цінних паперів та операцій емітента з ними.

На момент подання заяви на отримання дозволу сплачена (тільки грошима) частка статутного фонду зберігача повинна становити не менше ніж гривневий еквівалент 100 000 ЕКЮ. У статутному фонді зберігача частка іншого зберігача або торговця цінними паперами, інвестиційної, страхової компанії чи іншого інвестора не може перевищувати 5 %. Зберігач не може вести реєстр власників цінних паперів, щодо яких він здійснює угоди.

Оплата послуг зберігача проводиться за тарифами, встановлених самим зберігачем. Максимальний розмір тарифів встановлюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Антимонопольним комітетом України.

Діяльність, пов’язана із зберіганням цінних паперів, проводиться на підставі договору про відкриття рахунку в цінних паперах, який укладає власник цінних паперів із вибраним ним зберігачем.

Реєстратор – суб’єкт підприємницької діяльності, який повинен одержати у встановленому порядку дозвіл на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів. Реєстр власників – це список власників та номінальних утримувачів іменних цінних паперів, складений на певну дату. Ведення реєстру передбачає облік та зберігання інформації про власників іменних цінних паперів, а також операції, внаслідок яких виникає необхідність внесення змін до реєстру. Зміни до реєстру вносяться на підставі документів, згідно з якими переходить право власності на відповідні цінні папери.

Реєстратор зобов’язаний на вимогу власника цінних паперів або його представника, а також номінального утримувача надати виписку з реєстру власників іменних цінних паперів. Власник або його представник чи номінальний утримувач не мають права вимагати включення до виписки інформації, що виходить за межі компетенції реєстратора, у тому числі інформації про інших власників та кількість цінних паперів, що їм належать

Ведення реєстру може здійснювати і сам емітент, але коли кількість власників іменних цінних паперів перевищить 500, емітент зобов’язаний доручити ведення реєстру реєстратору, укладаючи з ним відповідний договір.

Рішення про передачу ведення реєстру власників іменних цінних паперів приймається винятково на загальних зборах акціонерів.

Загальні збори акціонерів або спостережна рада акціонерного товариства затверджують умови договору на ведення реєстру власників іменних цінних паперів в порядку, визначеному статутом товариства. У разі неукладання договору протягом тридцяти календарних днів ДКЦПФР надсилає товариству розпорядження про необхідність його укладення, а у разі невиконання зазначеного розпорядження протягом п’ятнадцяти календарних днів притягує посадових осіб до відповідальності.

Дозвіл на ведення реєстрів можуть отримати юридичні особи, якщо реєстраційна діяльність передбачена їх статутом. При цьому органи державної влади не можуть бути засновниками або учасниками реєстратора, а частка емітента цінних паперів у статутному фонді реєстратора не може перевищувати 10 %. Мінімальний розмір оплаченого статутного фонду реєстратора повинен становити 1250 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Влітку 1996 року учасники фондового ринку об’єдналися в Професійну асоціацію реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), яка сьогодні нараховує майже 82 членів. Їх кількість зростає, що відображає значний інтерес до ПАРД і прагнення до співробітництва з депозитаріями.

У всьому світі апріорі вважається, що членство в Саморегулюючій організації (СРО), якою є і ПАРД, для професійного учасника ринку цінних паперів є обов’язковим. Жодна держава не може дозволити собі утримувати велику кількість персоналу для контролю за фінансовим ринком. Частина повноважень обов’язково делегується учасникам ринку.

6.4. Національна депозитарна система

Діяльність Національної депозитарної системи регулюється Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (№ 710/97- ВР).

Структура Національної депозитарної системи передбачає два рівні:

– верхній – Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть розрахунки зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів;

– нижній рівень – зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Учасники Національної депозитарної системи поділяються на прямих та опосередкованих.

Прямі учасники – це депозитарії, зберігачі, реєстратори власників іменних цінних паперів.

Опосередковані учасники – організатори торгівлі цінними паперами, торговці цінними паперами та емітенти.

Національна депозитарна система виконує наступні функції:

– стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;

– уніфікація документообігу щодо операцій з цінними паперами і нумерація цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;

– відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документарній, так і бездокументарній формі;

– реальна поставка чи переміщення з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;

– акумулювання доходів щодо цінних паперів, взятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками;

– регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;

– надання послуг щодо виконання обов’язків номінального утримувача іменних цінних паперів;

– розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп’ютеризованих систем обслуговування рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов’язаних із банківськими та (або) з іншими системами грошового клірингу на регулярній основі.

За Національним депозитарієм закріплено три виняткових види діяльності щодо регулювання ринку цінних паперів:

– стандартизація депозитарного обліку відповідно до міжнародних норм;

– стандартизація документообігу за операціями з цінними паперами і нумерація (кодифікація) цінних паперів, випущених в Україні, відповідно до міжнародних норм;

– встановлення взаємовідносин та сприяння укладанню кореспондентських відносин для обслуговування міжнародних операцій із цінними паперами учасників національної депозитарної системи.

Крім того, НДУ може виконувати три комерційних види діяльності:

– діяльність із ведення реєстрів власників іменних цінних паперів;

– депозитарну діяльність;

– розрахунково-клірингову діяльність.

Для здійсненя кореспондентських відносин щодо цінних паперів у Національній депозитарній системі необхідно укласти відповідні угоди та відкрити рахунки.

Договір про відкриття рахунку у цінних паперах – договір між власником цінних паперів та обраним ним зберігачем про передачу власником належних йому цінних паперів зберігачу для здійснення депозитарної діяльності.

У договорі про відкриття рахунку у цінних паперах, випущених у документарній формі, визначається спосіб зберігання цінних паперів (колективний чи відокремлений).

Іменні цінні папери, що знаходяться в колективному зберігання на рахунках власників у зберігача і не обліковані на рахунках зберігача в депозитарії, підлягають обов’язковому занесенню до реєстру власників іменних цінних паперів на ім’я зберігача як номінального утримувача.

Іменні цінні папери, що знаходяться в колективному зберіганні на рахунках у цінних паперах зберігачів у депозитарії, підлягають обов’язковому занесенню до реєстру власників іменних цінних паперів на ім’я депозитарію як номінального утримувача.

У договорі про відкриття рахунку у цінних паперах визначаються умови ведення рахунку власника цінних паперів, порядок проведення операцій емітента, порядок надання облікової та фінансової інформації зберігачем, а також умови оплати його послуг.

Договір про кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів – договір між фондовою біржою або учасниками організаціно оформленого позабіржового ринку та обраним ним депозитарієм про здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів;

Договір про обслуговування емісії цінних паперів – договір між емітентом та обраним ним депозитарієм про обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

У договорі про обслуговування емісії цінних паперів визначається порядок прийняття на обслуговування та обслуговування емісії цінних паперів, операцій емітента в депозитарії щодо випущених ним цінних паперів, порядок переведення цінних паперів з документарної форми у бездокументарну. У разі розміщення на зберігання цінних паперів, випущених у документарній формі, передбачається надання емітентом або зберігачем сертифіката якості цінних паперів у документарній формі.

Депозитарний договір – договір між зберігачем та обраним ним депозитарієм, за яким депозитарій веде для зберігача рахунки у цінних паперах, на яких відображаються операції з цінними паперами, переданими зберігачем.

У депозитарному договорі встановлюється право зберігача передавати до депозитарію винятково цінні папери, які знаходяться у колективному зберіганні; порядок здійснення операцій депозитарієм; умови ведення рахунків; порядок проведення операцій емітента, порядок надання облікової та фінансової інформації депозитарієм, а також умови оплати його послуг тощо.

Депозитарії та зберігачі не мають права укладати угоди щодо цінних паперів, які належать депоненту і зберігаються у них на рахунках у цінних паперах, у власних інтересах чи в інтересах третіх осіб без відповідного доручення.

Кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюється винятково депозитаріями, які забезпечують поставку цінних паперів на рахунки зберігачів у депозитарії з одночаною оплатою грошових потоків на рахунках зберігачів. Для здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів необхідно одержати відповідний дозвіл.

У Національній депозитарній системі здійснюється перехід права власності на цінні папери.

1. Іменні цінні папери, випущені в документарній формі (якщо умовами емісії не зазначено, що вони не підлягають передачі) передаються новому власнику шляхом повного індосаменту.

У випадку відчудження знерухомлених цінних паперів право власності переходить до нового власника з моменту зарахування їх на рахунок власника у зберігача.

Права на участь в управлінні, одержання доходу тощо, які випливають з іменних цінних паперів, можуть реалізовуватися з моменту внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів.

2. Право власності на цінні папери на пред’явника, випущені в документарній формі, переходить до нового власника з моменту передачі цінних паперів

У разі відчудження знерухомлених цінних паперів на пред’явника право власності на цінні папери переходить до нового власника з моменту зарахування їх на рахунок власника у зберігача.

3. Право власності на цінні папери, випущені в бездокументарній формі, переходить до нового власника з моменту зарахування цінних паперів на рахунок власника у зберігача.

4. Підтвердженням права власності на цінні папери є серифікат, а в разі знерухомлення цінних паперів чи їх емісії в бездокументарній формі – виписка з рахунку у цінних паперах, яку зберігач зобов’язаний надати власнику цінних паперів.

Виписка з рахунку у цінних паперах не може бути предметом угод, що тягнуть за собою перехід права власності на цінні папери.

5. Угоди щодо цінних паперів не підлягають нотаріальному посвідченню, якщо інше не передбачено законодавством чи угодою сторін.

6.5. Клірингова система

Операції з поставки цінних паперів і грошей повинні відбуватися паралельно, одночасно та безповоротно («поставка проти оплати»). Ця схема діє майже на всіх розвинених ринках. В Україні це поки відсутнє, більшість операторів працює з акціями на умовах попередньої оплати. Але при цьому ніхто не гарантує, що учасники торівлі будуть своєчасно платити гроші і поставляти цінні папери.

Для гарантування (а також прискорення) розрахунків за операціями з цінними паперами в Україні створюється клірингова система, яка складається із кліриногового депозитарію та розрахункового банку (можливо декілька депозитаріїв та розрахункових банків).

Кліринг – отримання, звірення та поточні оновлення інформації, підготовка бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов’язань, що передбачає взаємозалік, забезпечення та гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів;

Принциповий підхід до того, яким повинен бути кліринговий банк, достить простий та правильний. Розрахунковий банк (банк, з яким депозитарій уклав договір про грошові розрахунки за угодами щодо цінних паперів), що гарантує виконання зобов’язань третіми особами, повинен бути надійним. Для цього йому не слід брати на себе всілякі ризики – хоча б ті, які не пов’язані з його діяльністю в якості розрахункового банку в системі фондового клірингу.

Основна ідея, на якій базуються нормативні вимоги НБУ до комерційного банку, який бажає стати розрахунковим, полягає в тому, що здійснення клірингових розрахунків за операціями з цінними паперами повинно бути винятковим видом діяльності банку. Стаючи розрахунковим, банк відмовляється від будь-якої інших видів діяльності і повинен «жити» на доходи від клірингу за операціями з цінними паперами. Банківський капітал повинен складати мінімум 10 млн. грн., мати сучасне приміщення, кваліфікований персонал.

Моживості заробляти у клірингового банку наступні:

– банк, який стає розрахунковим, отримує плату (комісію) від торговців, які користуються його послугами при розрахунках за угодами з цінними паперами;

– банк певний час користується грошовими коштами всіх учасників розрахунків;

– банк отримує можливість кредитування учасників угод з цінними паперами.

Встановлені Національним банком нормативи погодився виконати лище один банк «Кліринговий дім», що на сьогодні є єдиним власником ліценцзії НБУ на право бути розрахунковим банком. Він має п’ятирічний досвід клірингових розрахунків за валютними операціями на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ) (30 % у статутному фонді цього банку належить НБУ).

Хроніка «клірингових рішень»

10.12.79 – прийняття Закону «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», стаття 8 якого гласить: «Кліринговий депозитарій для здійснення грошових розрахунків щодо цінних паперів зобов’язаний користуватися послугами, що надають розрахункові банки на підставі відповідного договору, типова форма якого затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку і Національним банком України».

31.03.99 – правління НБУ постановою № 159 приймає Положення про особливості ліцензування, регулювання та аналізу діяльності спеціалізованих (розрахункових) банків. Документом встановлено досить жорсткі економічні нормативи для розрахунково-клірингових закладів.

Серпень 1999 року – Price Waterhouse Coopers разом з МФС оголошують про проведення тендеру на визначення розрахункового банку для проведення гарантованих розрахунків у МФС.

10.12.99 – Спостережна рада МФС приймає рішення про затвердження Приватбанку та ПУМБа в якості розрахункових банків. Цим же документом Спостережна рада підтверджує бажання співробітничати з НБУ щодо виконання одиничних розрахунків.

20.01.2000 – «заюстовані» та вступили в силу:

– Постанова НБУ № 497 «Про затвердження Тимчасового положення про вимоги до розрахункового банку і Типового договору про грошові розрахунки за операціями з цінними паперами»;

– рішення Держкомісії з цінних паперів та фондової біржі «Про порядок взяття на облік в ДКЦПФБ банку як розрахункового».

15.02.2000 – банк «Кліринговий дім» звертається до МФС з пропозицією стати розрахунковим банком депозитарію.

Березень 2000 року – Рада МФС вирішує прийняти до відома пропозиції «Клірингового дому».

6.6. Позабіржова фондова торгова система

Торгівля цінними паперами може здійснюватися не тільки у приміщенні біржі, а й за її межами, на позабіржовому ринку. Позабіржовий ринок можна поділити на дві частини: організаційно оформлений (торговельні системи) та неорганізований («вуличний», дилерський ринок).

Таблиця 6.1

Основні відмінності біржового та позабіржового ринку цінних паперів

Біржовий ринок

Позабіржовий ринок

Продаж цінних паперів, які випускає держава та перепродаж акцій престижних фірм

Розміщення серед дрібних інвесторів перших випусків цінних паперів емітентів

Офіційне котирування цінних паперів здійснюють уповноважені державні заклади та спеціальні органи

Ринкове котирування, що здійснюється банком і компаніями.

Переважно брокерський.

Переважно дилерський

Обороти біржового ринку в 5-10 раз менші, ніж позабіржового

У 5-10 раз перевищують обороти біржового

Перевага фондових бірж і торгово-інформаційних систем (ТІС) полягає в наступному:

– прозорість операцій з купівлі-продажу цінних паперів, яка дозволяє уникнути багатьох зловживань, скандалів, що пов’язані з процесами перепродажу пакетів акцій підприємств;

– забезпечення виконання угод за стандартними правилами і вимогами;

– уніфікація всіх контрактів та орієнтація на цивілізовані норми, що дозволяє працювати на фондовому ринку і вітчизняним, і іноземним підприємствам;

– можливість для торговців цінними паперами одержати цілий комплекс послуг, що супроводжують операції з купівлі-продажу цінних паперів (таких, як інформаційні, депозитарні);

– можливість більш дієвого та ефективного контролю за проведенням операцій на фондовому ринку з боку держави в особі ДКЦПФР.

Значення дилерського ринку в різних країнах різне. У деяких торгівля поза біржею не відіграє суттєвої ролі, в інших її навіть заборонено, наприклад, у Німеччині. В Україні з 1 січня 1999 року всі операції з акціями інвестиційно привабливих підприємств повинні здійснюватися тільки на організованих ринках.

Водночас у багатьох країнах на дилерському ринку обертається значна кількість цінних паперів. Найбільшого розвитку «вуличний» ринок набув у США та Канаді.

На позабіржовому ринку продаються облігації та акції, не включені до біржового списку. Ціни на ньому, як правило, встановлюються в ході переговорів між продавцем і покупцем. На цьому ринку посередником є дилер, що виступає як агент в угоді з клієнтом.

Дилери, як правило, спеціалізуються по-різному: одні торгують акціями, інші – облігаціями корпорацій, ще інші – державними цінними паперами. Вони купують певну кількість цінних паперів як запас, який потім розпродують, виходячи з ринкової кон’юнктури.

Дилери можуть займати на ринку цінних паперів довгі і короткі позиції. Якщо дилер сформував запас цінних паперів з метою наступного перепродажу, то за біржовою термінологією це означає, що він займає довгу позицію. Проте за умов сприятливої ринкової ситуації дилер може продавати цінні папери, навіть не маючи їх на руках. У таких ситуаціях кажуть, що на ринку зайнято коротку позицію.

Дилери на «вуличному» ринку можуть укладати угоди, домовляючись один з одним навіть телефоном. Якщо угоди укладаються з доручення клієнта, то останньому надсилають письмове повідомлення, а з його рахунку знімають гроші у разі купівлі цінних паперів чи списують цінні папери у разі їх продажу.

Отже, типова операція з цінними паперами виконується за наступною схемою: отримавши замовлення від покупця, уповноважений представник інвестиційно-дилерської фірми перевіряє, чи включено замовлені цінні папери в біржовий список. Якщо так, замовлення передається трейдеру – представнику фірми на біржі, якщо ні – включається механізм «вуличного» ринку.

На кінець 1998 року в Україні переважав позабіржовий неорганізований ринок, на ньому здійснювалось близько 98 % угод.

В Україні вторинний ринок цінних паперів, зокрема «вуличний», має ще досить стихійний характер.

Позабіржову фондову торговельну систему (ПФТС) зареєстровано як асоціацію повноправних учасників – організаційно оформлену систему торгівлі цінними паперами.

Ідея такої асоціації виникла давно, але втілилася у життя лише за проектом USAID щодо розвитку ринків капіталу та з допомогою компанії «Barents group».

Особливістю фондового ринку і є розвиток Позабіржової фондової торговельної системи, яка працює через електронну торговельно-iнформацiйну мережу. Вона об’єднала 84 торгівця цінними паперами (16 банків, 68 небанківських установ). Перші торги на ПФТС відбулися 5 липня 1996 року

Сьогодні ПФТС об’єднує 298 учасників (85 банківських установ, 85 інвестиційних та брокерсько-дилерських компаній). На 1 січня 1999 року обсяги торгів у системі становили 3124,29 тис. грн., а в ПФТС котируються цінні папери 83 підприємств та облігації.

ПФТС – єдина торговельна система, де налагоджено вторинний обіг цінних паперів. У її лістингу (на середину 1999 року) – 252 емітенти. Здебільшого котируються акції відкритих акціонерних товариств, які виникли на основі колишніх державних підприємств. В обігу перебувають також цінні папери емітентів, заснованих приватним капіталом. Не з усіма з них регулярно здійснюються угоди, але брокер зобов’язаний підтримувати відповідні котировки таких паперів. Крім того, досить активним є вторинний ринок облігацій внутрішньої державної позики.

Доступ до ПФТС у торговому режимі надається членам Асоціації, що виконують членські обов’язки, підтримують працюючий капітал у розмірі, еквівалентному не менше ніж 25 000 доларів, мають у штаті не менше двох сертифікованих уповноважених осіб і відповідну угоду з Технічним центром ПФТС. Торгівля цінними паперами проводиться в режимі реального часу з обов’язковою індикацією цінового та кількісного котирування цінних паперів, а також інформації про ціну та обсяги виконаних угод. Котирування у ПФТС тверде. Привабливою рисою ПФТС є те, що вона може надавати інформацію про деталі укладених угод не лише учасникам, а й розрахунковим банкам, реєстраторам та іншим установам, які беруть участь в обслуговуванні торговельних угод.

Крім того, сьогодні більшість угод пов’язана зі зміною структури капіталу, а не із спекуляцією. Іншими словами, заінтересовані інвестори купують великі чи навіть контрольні пакети акцій тільки для того, щоб мати вплив на акціонерне товариство. На ринок такі цінні папери, як правило, більше не повертаються.

Хоч ПФТС ще не має елементарних інститутів, властивих ринкам розвинених країн, вона працює в режимі реального часу, тобто угоди укладають у день торгів. Якщо брокер вводить у систему інформацію про купівлю-продаж цінних паперів, він уже повинен укласти угоду саме за такою ціною. Й цьому і полягає принцип «поставка проти платежу». У системі нормального ринку це легко робити через депозитарій та кліринговий банк. Але за відсутності таких структур повністю запровадити цей принцип неможливо. Такий механізм у ПФТС тільки розробляється на основі певних банківських операцій. Головне завдання – забезпечити належну динаміку зростання кількості угод у системі.

Сьогодні ПФТС є однією з найбільш динамічно розвинених систем фондової торгівлі в Україні (табл. 6.2).

Таблиця 6.2

Обсяги торгів на ПФТС, млн. грн.

Період

1996 рік

1997 рік

1998 рік

Обсяг торгів

3,124

350,543

338,54

Частка ПФТС у загальному обсязі торгів на організованому ринку цінних паперів за 1998 рік становила близько 66 %, а на вторинному ринку – навіть досягла 87,39 % від загального обсягу торгів. На вторинному ринку тільки корпоративних цінних паперів ПФТС здійснювала 98,99 % від загального обсягу торгів.

Протягом 1998 року в ПФТС переважала торгівля акціями – 206,9 млн. грн. На підприємства чотирьох галузей промисловості – енергетики, металургії, хімічної та нафтової промисловості – припадало 90 % обсягу торгів.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. За якими принципами працює фондова біржа?

2. Назвіть, які фондові біржі Ви знаєте?

3. Дайте характеристику фондових бірж США.

4. Охарактеризуйте Токійську фондову біржу.

5. Дайте характеристику діяльності фондових бірж в Україні.

6. Назвіть три умови котирування при визначенні курсів цінних паперів.

7. Дайте визначення депозитарію.

8. Які депозитарії діють в Україні?

9. Назвіть головні функції та обов’язки реєстратора.

10. Охарактеризуйте діяльність національної депозитарної системи України.

11. Які умови відкриття рахунку цінних паперів?

12. Дайте характеристику клірингової системи.

Глава 7. Фондові та біржові індекси

7.1. Біржові індекси.

7.2. Індекси, що розраховуються на фондовому ринку України.

7.3. Рейтингова оцінка акцій та облігацій.

7.4. Незалежні рейтингові агентства

Ключові слова: біржові індекси, Індекс Доу-Джонса, індекси Американської фондової біржі, індекси позабіржового обороту, база індексу, рейтингова оцінка акцій та облігацій.

7.1. Біржові індекси

Біржові індекси розраховуються за різними методиками: деякі є простими середніми величинами курсів акцій, інші – середньозваженими величинами, де базою можуть бути ринкова вартість акцій, що обертаються на ринку та включені до складу індексу.

Розглянемо найбільш відомі та популярні індекси

Існує 4 індекси Доу Джонса, які складаються і публікуються компанією «Доу Джонс енд компані».

Промисловий індекс Доу Джонса (Dow Jones Industrial Average – DJIA) – простий середній показник руху курсів 30 найбільших промислових корпорацій («Амерікен експрес», «Амерікен телефон енд телеграф» не є чисто промисловими компаніями, але включені до нього). Склад цього індексу не є незмінним, його компоненти змінюються залежно від стану компанії на ринку. Цей індекс розраховується шляхом сумування цін включених до нього акцій на момент закриття біржі та діленням отриманої суми на певний деномінатор (який коригується на величину поділу акцій та дивідендів у формі акцій, які складають більше 10 % ринкової вартості випусків. Індекс Доу Джонса котирується в пунктах та друкується щоранку в діловій пресі і сповіщається на Нью-Йоркській фондовій біржі через щопівгодини.

Транспортний індекс Доу Джонса (the Dow Jones Transportation Average – DJTA) – середній показник, який характеризує рух цін на акції 20 транспортних корпорацій (авіакомпаній, залізничних та автомобільних компаній).

Комунальний індекс Доу Джонса (the Dow Jones Utility Average DJUA) – середній показник руху курсів акцій 15 корпорацій, що займаються газо- та енергопостачанням.

Dow Jones Composite – відомий ще під назвою «Індекс – 65» – показник, який розраховується на базі промислового, транспортного та комунального індексів.

Індекси Американської фондової біржі. Американська фондова біржа публікує 2 основних індекси, які розраховуються на різній основі.

Основний ринковий індекс Американської фондової біржі (AMEX Major Market Index) є простим середнім показником руху цін акцій 20 провідних корпорацій. Його було задумано Американською фондовою біржею в якості своєрідного аналога промислового індексу Доу Джонса. Хоча він розраховується і публікується Американською фондовою біржею, до його складу входять акції корпорацій, що зареєстровані на Нью-Йоркській фондовій біржі.

Індекс ринкової вартості Американської фондової біржі (AMEX Market Value Index) розраховується на принципово іншій основі: він є показником, зваженим за ринковою вартістю всіх випущених акцій тих корпорацій, які входять до його складу в якості компонентів. Вперше його було опубліковано у вересні 1973 року: до липня 1983 року його початковий рівень вважався базисним і дорівнював 100 пунктам. У липні 1983 році цей індекс був скоригований. Тепер він включає в якості компонентів більше 800 випусків акцій, що представляють цінні папери корпорацій усіх великих галузевих груп, що зареєстровані Американською фондовою біржею (сюди входять, крім звичайних акцій, американські депозитні свідоцтва та підписні сертифікати). З технічної точки зору він вважається унікальним, бо при його розрахунку припускається, що дивіденди, які сплачуються за акціями, реінвестуються і на цій основі відображаються в індексі.

Індекс Уілшир визначається за 5 тисячами компаній та відображає вартість акцій усіх корпорацій, які котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі. Індекс розраховується приватною компанією «Уілшир асошіейтс».

На відміну від США, в інших країнах, частково в Західній Європі тп Японії, розраховується менше біржових індексів і, як правило, діє один основний індекс. Так, в Англії – це індекс Рейтера, у ФРН – індекс «Франкфурте Альгемайне Цайтунг» (ФАЦ), у Франції – індекс «Каркоран», в Японії – індекс «Ніккей».

Усі індекси визначаються як середньозважена курсів акцій різної кількості компаній, встановлених у тій чи іншій країні. Основна мета біржових індексів, які розраховуються компаніями чи самими біржами, полягає в тому, щоб надавати інвесторам інформацію про динаміку руху курсів цінних паперів (частково – акцій). Це дозволяє як індивідуальному, так і колективному інвестору приймати рішення про вкладення в акції та інші цінні папери.

Індекси позабіржового обороту (індекси НАСДАК). Національна асоціація фондових дилерів розраховує цілий ряд індексів, що відображають як позабіржовий оборот в цілому, так і папери корпорацій окремих галузей, які котируються в НАСДАК.

Основним є індекс цін НАСДАК (NASDAQ – OTC Price Index), в який включено в якості компонентів акції близько 3500 корпорацій (крім акцій, що котируються на біржах). Це показник, що зважений за ринковою вартістю його складових. Вперше він був розрахований у лютому 1971 року і дорівнює 100.

Після 1984 року НАСДАК друкує і галузеві індекси за акціями промислових корпорацій, транспортних компаній, комунальних підприємств, банків, страхових компаній та інших фінансових корпорацій.

7.2. Індекси, що розраховуються на фондовому ринку України

Індекс IPI-U розраховується спільно агентством «Інтерфакс – Україна» і компанією «Полар-інвест». Його основними характеристиками є:

– дата початку розрахунку – 1 січня 1999 р.

– періодичність обчислення – похвилинно;

– базове значення – 1000;

– джерело даних – позабіржова торговельна система;

– лістинг – найбільш ліквідні акції; зміни в лістингу проводяться щомісяця;

– одиниця виміру – обчислюється виходячи з доларових цін акцій.

Індекс розраховується за формулою:

IPI-U = IPI(0) Mcap/Mcap(0),

де IPI-U – поточне значення індексу;

IPI(0) – минуле значення індексу;

Mcap, Mcap(0) – сумарна поточна та минула ринкова капіталізація підприємств, що входять до індексу.

де Рі – ціна i-ої акції;

Кі- кількість акції і-го емітента, що перебувають у обігу;

n – кількість емітентів у лістингу індексу.

Рі =(Рask+ Pbid +Pmask+Pmbid+Pv+Pk),

де Рask – середньозважене котирування пропозиції;

Pbid – середньозважене котирування попиту;

Pmask – мінімальне котирування пропозиції;

Pmbid – максимальне котирування попиту;

Pv – скоригована за співвідношенням обсягів попиту і пропозиції середня ціна;

Pk – скоригована за співвідношенням кількості котирувань попиту і пропозиції середня ціна.

Індекс ПФТС. Business Partners – це середнє для найбільш ліквідних українських акцій, які мають найбільшу ринкову капіталізацію і розраховуються щотижня у гривнях і доларах на основі реальних угод та твердих котирувань у ПФТС. Частка акцій компаній, що включається до індексу та обертається на ринку, повинна перевищувати 10 % від їх загальної кількості. Компоненти індексу зважуються на основі ринкової капіталізації, однак частка держави та стратегічного інвестора, як правило, виключаються. Склад індексу переглядається на відповідність вказаних критеріїв щомісяця, і вносяться необхідні зміни.

Індекс WOOD-15. Газета «Бізнес» № 23 за 1997 рік почала регулярно публікувати фондовий індекс WOOD-15, що представлений компанією Wood & Company. Індекс WOOD-15 спирається на методологію, яка розроблена Міжнародною фінансовою корпорацією для ринків, що розвиваються. Дана методологія дозволяє відобразити всі зміни, що відбуваються на ринку, у тому числі злиття компаній, банкрутства, включення нових компаній до бази індексу. Остання формується за один місяць. Зміни ринкової капіталізації компаній, включених до індексу, впливають на його щотижневу зміну.

Формула розрахунку індексу:

Вибірка (база індексу) включає 15 компаній, що займають перші місця на українському фондовому ринку за величиною ринкової капіталізації. База обновляється щомісяця, і для включення до бази капіталізація компанія-претендент повинна перевищити ринкову капіталізацію останньої компанії в списку на 5%. Перерахування індексу здійснюється в останній день кожного місяця. База відображає будь-які зміни, пов’язані з розподілом акціонерного капіталу компаній, що входять до нього.

Індекс WOOD-15 включає українські компанії із найвищою на сьогоднішній день ринковою капіталізацією, акції яких активно торгуються на ринку.

Електроенергетика: «Дніпроенерго», «Західенерго», «Донбасенерго».

Хімічна промисловість:. «Азот» (Черкаси), «Дніпроазот».

Металургія: Харцизський трубний завод, Нижньодніпровський трубопрокатний завод, «Азовсталь», Маріупольський комбінат ім. Ілліча, Полтавський ГЗК, Орджонікідзевський ГЗК.

Нафтогазова промисловість: «НПК «Галичина», «Укрнафта».

Транспорт: «Укррічфлот».

Машинобудування: «Запоріжтрансформатор».

Публікація індексу здійснюється щотижня на підставі результатів закінчення робочого дня Позабіржової фондової торгової системи (в п’ятницю о 17.00). Передбачається публікація змін індексу як у національній валюті, так і в доларовому еквіваленті.

Індекс КАС-20 (wa) цікавий із точки зору динаміки розвитку фондового ринку України, його росту або падіння.

Формула розрахунку індексу КАС-20 (wa):

де Мсар i,t – ринкова капіталізація i-гo підприємств у поточному періоді;

Мсар i – ринкова капіталізація i-гo підприємства в базисному періоді.

Перспективи розвитку. Планується розраховувати щоденні значення КАС-20, що дозволить будувати не тільки лінійну зміну індексу, але й враховувати щоденні зміни його мінімальних і максимальних значень. За допомогою використання подібної техніки побудови індексу КАС-20 можна буде проводити більш глибокий аналіз фондового ринку.

PROU-50 («Проспект Інвестментс»). Розроблений спеціалістами інвестиційної компанії «Проспект Інветментс». Спочатку використовувався для вирішення власних завдань компанії (інформаційно-аналітичної підтримки клієнтів). Презентація індексу відбулася в рамках виставки «Фондовий ринок України-97», що проходила в Києві 19-20 червня 1997 р. Індекс базується на стандартній методиці індексів, що розраховуються на основі капіталізації.

Вибірка. Для розрахунку і підтримки бази індексу було відібрано 50 великих емітентів, що представляють провідні галузі економіки. Акції цих компаній котируються на вторинному ринку цінних паперів великою кількістю інвестиційних інститутів. Капіталізація індексу складає близько 60 % капіталізації українського вторинного ринку.

В основу розрахунку індексу покладена зміна капіталізації компаній, що входять до вибірки, тобто стандартна методика капіталізованих індексів. Індекс на поточну дату – щоп’ятниці – розраховується наступним чином: індекс на 01.01.97 множиться на сумарну капіталізацію 50 емітентів на поточну дату і ділиться на сумарну капіталізацію цих емітентів на 01.01.97:

In = Ib x (MCn / МСь),

де In – індекс на поточну дату;

Ib – індекс на 01.01.97;

MCn – сумарна капіталізація 50 емітентів на поточну дату;

МСь – сумарна капіталізація 50 емітентів на 01.01.97.

Капіталізація кожного емітента визначається множенням загальної кількості акцій даного емітента на ціну, розраховану як середньозважена ціна попиту учасників ринку, які котирують дані акції.

МС = N х Р,

де МС – капіталізація емітента;

N – кількість акцій;

Р – ціна акції.

Для розрахунку ціни використовуються котирування різних торговельних майданчиків: ПФТС, фондових бірж, «телефонного» ринку, що дозволяє зробити індекс ProU-50 більш об’єктивним і представницьким.

Методика розрахунку індексу дозволяє змінювати вибірку потрібним способом у будь-який час: вводити і виводити емітентів, масштабувати вибірку, а також нівелювати вплив подібних змін.

7.3. Рейтингова оцінка акцій та облігацій

Визначення рейтингу відкритої емісії тих чи інших цінних паперів уже багато років є характерною рисою розвинених фондових ринків. Незалежні рейтингові агентства оцінюють кредитоспроможність і приписують деякий рейтинг емітенту чи емісії. Останній визначає статус емітента та його відмінність від інших. Основними рейтинговими агентствами є дві приватні компанії: Standard Poor’s Corporation та Moody’s Investors Service Inc. Рейтинги емітентів позначаються буквено-цифровими символами:

Standard & Poor’s рейтинги

ААА

Найсильніші

АА

Дуже сильні

А

Сильні

ВВВ

Адекватні

ВВ

Переважно спекулятивні, що широко змінюються

В

Переважно спекулятивні, що широко змінюються

ССС

Переважно спекулятивні, що широко змінюються

СС

Переважно спекулятивні, що широко змінюються

С

Почався процес банкрутства, але платежі за зобов’язаннями продовжуються

D

Зобов’язання не виконуються

У категорії від АА до В можуть додаватися знаки «+» чи «–» для додаткової градації.

Moody’s Investors Service Inc.

Ааа

Найкраща якість

Аа

Висока якість

А

Вище середнього ступеня

Ваа

Середній ступінь

Ва

Спекулятивні елементи

В

Недостатні характеристики для бажаних інвестицій

Саа

Погане становище

Са

Спекулятивність високого ступеня

С

Нижчий клас

У категоріях від Аа до В можуть додаватися цифри 1, 2 чи 3 для додаткової градації.

Питанням якості і надійності облігацій корпорацій приділяється досить велике значення в зв’язку з тим, що від цього залежить динаміка їх продажу на ринку цінних паперів, а це, в свою чергу, дозволяє створити прийнятні умови для покупців облігацій, тобто диференціювати умови для фінансування корпорацій через облігації. У США розроблена наступна система оцінка облігацій корпорацій.

Диференціація облігацій корпорацій США за якістю

Ааа/ААА

Облігація максимальної якості, оцінка якої визначається ставкою позичкового проценту

Аа/АА

Облігація вищої якості за більш низькою ціною, яка також визначається ставкою позичкового проценту

А/А

Найкраща облігація середньої якості, ціна якої залежить від попиту і пропозиції на ринку

Ваа/ВВВ

Облігація середньої якості, ціна якої визначається залежно від попиту і пропозиції. Як правило облігації до цього рівня вважаються безпечними

Ва/ВВ

Облігація середнього класу з найгіршим потенціалом для інвестора, оскільки несе низький показник дохідності; можливі перерви в сплаті процентів; має риси спекулятивності

В/В

Облігація, яка має риси небажаних інвестицій; носить спекулятивний характер і в умовах погіршення економічної кон’юнктури процент за нею не сплачується

Саа/ССС

Облігація низької якості, процент за якою не сплачується

Більш впорядковану та концентровану оцінку якості облігацій дає орган ділових кіл США «Уолл-Стрит Джорнэл». Він поділяє всі корпоративні облігації на наступні групи за трьома індексами:

ААА-АА/Ааа

Облігації вищої якості

А-ВВВ/Ваа

Облігації середньої якості

ВВ-Ва-С

Високодохідні, але ризикові облігації

Необхідно зауважити, що більш висока якість облігацій означає більш низький процент при виплаті за нею. У той же час, існує гарантія виплати проценту залежно від рейтингу облігації. У ряді країн, якщо облігації корпорацій не проходять необхідної оцінки, а їх якість не визначена, то їх придбання дозволяється тільки конкретним інвесторам. Велике коло юридичних та фізичних осіб в придбанні таких облігацій участі не беруть.

Рейтингова оцінка привілейованих акцій

(Канадіан Бонд Рейтинг Сервіс»)

Р+

Найвища якість (привілеї захищені надійними гарантами чи забезпечені високоліквідними активами)

Р1

Висока якість (корпорація має високу платоспроможність, активи високоліквідні)

Р2

Дуже добра якість (доходи компанії та її активи надійні)

Р3

Добра якість (привілеї захищені, але вони мають тенденцію до зменшення якостей за економічних ускладнень)

Р4

Помірна якість (існують фактори, що можуть вплинути на спроможність корпорації виплачувати дивіденди)

Р5

Низька якість (акції є спекулятивними, немає впевненості, що компанія виплатить дивіденди)

Рейтингова оцінка облігацій

(«Канадіан Бонд Рейтинг Сервіс)

А++

Найвища якість (ці облігації емітовані національними чи транснаціональними компаніями, які визнано лідерами у своїх галузях і які мають бездоганну репутацію щодо виконання зобов’язань перед кредиторами)

А+

Дуже добра якість (такі ж, як облігації А+, але мають дещо нижче відношення активів до боргу)

А

Добра якість (облігації мають позитивні характеристики, але є уразливими за коливань ринкової кон’юнктури)

В++

Середня якість (облігації є захищеними на момент оцінки, але майбутнє становище емітента не можна впевнено прогнозувати)

В+

Якість нижча за середню (покриття боргу активами є недостатнім)

В

Погана якість (покриття боргу нижче за мінімальний рівень, немає впевненості, що воно покращиться)

С

Спекулятивні види облігацій (емітент – молода компанія, немає впевненості в її майбутньому)

D

Виплату відсотків припинено, компанія може перебувати в процесі ліквідації

S

Рейтинг вилучено

7.4. Незалежні рейтингові агентства

Найвідомішими авторитетними системами оцінок інвестиційного клімату є рейтинги Institutional Investor, Euromoney та BERI.

Рейтинг Institutional Investor – це, насамперед, рейтинг (оцінка) кредитоспроможності країн. Він складається за участю експертів 100 провідних міжнародних банків. Такі оцінки робляться кожних півроку за комплексним показником, що враховує різні аспекти і параметри платоспроможності та інвестиційної привабливості 135 країн.

Рейтинг Euromoney базується на дослідженні трьох груп індикаторів: ринкових – 40 %, кредитних – 20 %, політико-економічних, які включають політичний ризик, економічне становище та прогноз економічного розвитку – 40 %.

При формуванні рейтингу в інформаційній системі BERI (Business Environment Risk Index) оцінюються політична стабільність, ставлення до зарубіжних інвестицій, девальвація, платіжний баланс, бюрократичні питання, темпи економічного зростання, можливість реалізації угод, витрати на заробітну плату, продуктивність праці, інфраструктура, умови коротко- та довгострокового кредитування.

Структура формування рейтингу в системі BERI

Індекси

Питома вага, %

Політична стабільність: можливість урядових переворотів та їх вплив на ділову активність

12

Ставлення до зарубіжних інвестицій та прибутку: розміри витрат на соціальні потреби, які повинні робити приватні підприємства

6

Націоналізація: від можливості безплатної експропріації до надання переваг місцевим підприємствам

6

Бюрократичні питання: рівень державного регулювання, здійснення митних формальностей, валютних переказів та інше

4

Темпи економічного росту: річні фактичні темпи росту валового суспільного продукту в межах до 3,3-6 % і більше 10 %

10

Платіжний баланс: баланс рахунків та загальний баланс, а також чинники, що впливають на доходи зарубіжних інвесторів

6

Девальвація: вплив девальвації, а також дія методів, що пом’якшують її вплив на діяльність підприємства

6

Можливість конвертування валюти: можливість підприємств обмінювати національну валюту на зарубіжну, а також місце національної валюти на ринку валют

10

Можливість дотримання всіх пунктів угод, а також виникнення труднощів, що спричинюється відмінностями мови та звичаїв

6

Витрати на заробітну плату та продуктивність праці: рівень заробітної плати, продуктивність праці, порядок оформлення на роботу

8

Можливість використання експертів та послуг: допомога, на яку підприємство може сподіватися у сфері юридичних консультацій, бухгалтерії, консультацій з маркетингу, у сфері технології

2

Організація зв’язку та транспорт: організація і можливість використання транспортних шляхів та системи зв’язку між функціонуючими підприємствами та філіями, в тому числі всередині країни

4

Місцеве управління і партнерство: можливості місцевих партнерів, що можуть надавати власний капітал і діяти спільно при вирішенні різних питань

4

Короткострокові кредити: надання короткострокових кредитів зарубіжним представникам та можливість їх використання

8

Довгостроковий кредит чи власний капітал: умови внесення партнерами своєї частки до статутного капіталу та умови надання довгострокових кредитів в національній валюті

8

Для більшості країн актуальною і практично значущою для інвестора є оцінка інвестиційної привабливості регіонів. Напрацьовано різні методичні підходи і відповідний інструментарій. Як правило, вони розраховуються з урахуванням політичної складової, економічних параметрів та аналізу законодавства. Найважливішими показниками політичної складової є:

– внутрішні заворушення;

– зовнішні конфлікти;

– можливість націоналізації власності або накладення економічних санкцій з політичних мотивів;

– можливість втрати міжнародної довіри.

Економічні параметри включають як ключові макроекономічні показники, так і специфічні індикатори, які характеризують фінансовий стан країни.

Показник

Коментар

Коефіцієнт обслуговування боргу: відношення платежів з обслуговуванню зовнішнього боргу до прибутку від експорту товарів та послуг

Кілька років тому країни з коефіцієнтом 0,2 вважалися високоризикованими, але у зв’язку з появою великої групи країн з коефіцієнтом вищим за 1 цей стандарт підвищився

Відношення зовнішнього боргу до ВНП

Сигналом підвищення ризикованості є значення цього показника на рівні 0,5

Відношення всього зовнішнього боргу до повного експорту товарів та послуг

Сигналом підвищення ризикованості є значення цього показника 1,5

Коефіцієнт відношення резервів країни до фінансових вимог

Боргові зобов’язання з термінами погашення у поточному році плюс поточний бюджетний дефіцит

Коефіцієнт дефіциту ліквідності

Відношення фінансових вимог до експорту товарів та послуг

Одна з перших комплексних методик оцінки інвестиційної привабливості регіонів Україні розроблена під керівництвом І.А. Бланка. Вона передбачає ранжування регіонів за п’ятьма узагальненими показниками з урахуванням їх питомої ваги (%):

1) рівень загальноекономічного розвитку регіонів – 35 %;

2) рівень розвитку інвестиційної інфраструктури регіону – 15 %;

3) демографічна характеристика регіону – 15 %;

4) рівень розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури регіонів – 25 %;

5) рівень криміногенних, екологічних та інших ризиків – 10 %.

За результатами оцінки, найбільш привабливим регіоном (поряд з Києвом та Дніпропетровською обл.) виявився Крим; серед менш рейтингових регіонів – Центральні регіони України (Чернігівщина, Сумщина, Вінниччина), а також Хмельниччина та Херсонщина. Порівняльна оцінка інвестиційної привабливості галузей проводиться із їх попереднім укрупненим групуванням відповідно до сучасної методології статистики. Найбільш узагальнюючим показником при цьому є рівень прибутковості інвестицій у довгостроковому періоді.

Оцінка фінансового стану та інвестиційної привабливості підприємств виходить на перший план у процесі їх приватизації. Поряд із традиційним аналізом ліквідності й оборотності активів, фінансової стабільності і прибутковості капіталу важливого значення набувають оцінки:

– балансової та ліквідаційної вартості, дисконтованої вартості грошових надходжень;

– строків і механізмів приватизації;

– структурної перебудови підприємства.

У 1998 р. Агентством з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій була затверджена Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій. Згідно з цією Методикою, основними групами показників для визначення інвестиційно привабливих підприємств є:

1) показник оцінки майнового стану інвестованого об’єкта;

2) показники оцінки фінансової стійкості (платоспроможності) інвестованого об’єкта;

3) показники оцінки ліквідності активів інвестованого об’єкта;

4) показники оцінки прибутковості інвестованого об’єкта;

5) показники оцінки ділової активності інвестованого об’єкта;

6) показники оцінки ринкової активності інвестованого об’єкта.

Національні рейтинги інвестиційного клімату періодично публікують провідні економічні журнали (Fortune, The Economist), авторитетні експертні агентства (Moody’s, Standart and Poor, IBSA).

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Охарактеризуйте індекси Доу Джонса.

2. Які індекси розраховуються на Американській фондовій біржі?

3. Які індекси розраховуються на фондовому ринку України?

4. Як розраховується індекс IPI-U?

5. Що характеризує і як розраховується індекс КАС-20?

6. Як визначається рейтингова оцінка акцій та облігацій?

7. Охарактеризуйте незалежні рейтингові агентства.

8. У чому полягає сутність інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій?

Глава 8. Управління портфелем цінних паперів

8.1. Поняття і типи інвестиційного портфеля.

8.2. Сучасна портфельна теорія.

8.3. Методики оцінки вартості фінансових інструментів.

8.4. Сучасні методики оцінки ефективності портфеля цінних паперів.

Ключові слова: інвестиційний портфель, портфель доходу, інвестиційний прибуток, портфель росту, спекулятивний портфель, компромісний портфель, консервативний портфель, оцінка вартості акцій, капіталізована вартість акції, балансова вартість однієї акції, прибуток на акцію, дивідендна віддача акції, коефіцієнт платоспроможності, коефіцієнт ліквідності акцій, коефіцієнт обігу акцій, розрахункова вартість акцій, прямий дохід на облігацію, ціна конверсії, конверсійна премія, коефіцієнт конверсії, вартість інвестиційного сертифікату, модель оцінки капітальних активів, мультиплікатор.

8.1. Поняття і типи інвестиційного портфеля

Під інвестиційним портфелем розуміють цілеспрямовано сформовану сукупність об’єктів реального та фінансового інвестування для здійснення інвестиційної діяльності відповідно до вибраної стратегії.

Більшість інвесторів обирають для здійснення інвестування більше одного фінансового інструменту.

Головною метою формування інвестиційного портфеля є реалізація політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш дохідних та безпечних фінансових інструментів.

З початку необхідно визначити головну мету. Нею може бути:

– забезпечення високого рівня інвестиційного доходу в поточному періоді;

– забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу на тривалу перспективу;

– мінімізація інвестиційних ризиків;

– забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфеля;

– забезпечення максимального ефекту «податкового бар’єру» в процесі фінансового інвестування.

Відповідно до сучасних підходів до типізації портфелів та реалізації конкретної економічної стратегії підприємства можлива наступна класифікація інвестиційних портфелів.

За метою формування інвестиційного портфеля:

1. Портфель доходу – інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді незалежно від темпів росту інвестованого капіталу на тривалу перспективу.

2. Портфель росту – інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу на тривалу перспективу незалежно від рівня прибутку в поточному періоді. Іншими словами, цей портфель орієнтований на забезпечення високих темпів зростання ринкової вартості підприємства.

За відношенням до інвестиційних ризиків:

1. Агресивний (спекулятивний) портфель – формується за критерієм максимізації поточного доходу чи приросту інвестованого капіталу незалежно від рівня інвестиційного ризику. Дозволяє отримати максимальну норму інвестиційного прибутку на вкладений капітал, але супроводжується найвищим рівнем інвестиційного ризику.

2. Поміркований (компромісний) портфель – інвестиційний портфель, за яким загальний рівень портфельного ризику наближається до середньоринкового. Звичайно, і норма інвестиційного прибутку на вкладений капітал також наближується до середньоринкової.

3. Консервативний портфель – сформований за критерієм мінімізації рівня інвестиційного ризику. Формується найбільш поміркованими інвесторами, практично виключає використання фінансових інструментів, рівень інвестиційного ризику за якими перевищує середньоринковий.

8.2. Сучасна портфельна теорія

«Портфельна теорія» є заснованим на статистичних методах механізмом оптимізації інвестиційного портфеля за заданими критеріями, співвідношенням рівня його прибутковості і ризику.

Мета аналізу цінних паперів протягом десятиліть залишилася, в основному, незмінною:

– визначення справжньої вартості цінних паперів;

– визначення ступеня ризику;

– прогнозування очікуваного прибутку за цінними паперами.

Але на кінець 50-х – початок 60-х років на основі трьох факторів почалися зміни у процесі аналізу, особливо звичайних акцій:

1) наявність мікрокомп’ютерів, персональних комп’ютерів і комп’ютерних терміналів, пов’язаних через телефонну мережу з банком даних;

2) величезні комп’ютерні банки інформації, приведені у відповідність із сучасними вимогами;

3) використання сучасної теорії портфеля цінних паперів (MPT – Modern Portfoto Theory) у формі моделей для вибору цінних паперів портфеля.

Комп’ютери допомогли розвинути аналітичні способи, за якими аналітики можуть одержувати інформацію і проводити дослідження.

З ростом можливостей комп’ютера збільшилось використання сучасної теорії портфеля (СТП). Використовуючи СТП для вибору інвестиційних засобів, інвестор або менеджер бажає отримати кількісні дані про конкретні цінні папери.

На основі можливостей певної регресивної моделі аналітик може передбачити або оцінити майбутні коефіцієнти для акцій, залишковий ризик, темп росту дивідендів і ставку дисконту для вибраних вкладником або менеджером акцій даної компанії. Такий аналіз дозволяє скласти різноманітний і вигідний портфель цінних паперів.

Сучасна теорія портфеля розглядає й урізноманітнення цінних паперів, але в основному подає оптимальні методи розміщення. Одним із найпростіших засобів сучасної теорії портфеля (СТП), є метод урізноманітнення, який дозволяє інвестору зменшити до мінімуму ризик. Також СТП дозволяє інвесторам здійснити набір цінних паперів у портфелі з вищим доходом.

Припущення сучасної портфельної теорії. СТП припускає, що ринок є ефективний. Це означає, що всі учасники ринку мають доступ до інформації, одержують однакову інформацію, мають вільний доступ і вихід з ринку. Фундаментальний же припускає, що ринок є неефективним і більший дохід можна отримати, купуючи недооцінені цінні папери.

СТП припускає, що інвестори:

– неохоче сприймають ризик, тобто не люблять його. Ризик визначається несталістю норми доходу або основного капіталу;

– надають перевагу вищій нормі доходу над нижчою;

– намагаються максимально збільшити доходи і до мінімуму зменшити ризик. Іншими словами, намагаються одержати найвищі доходи на одиницю ризику.

СТП припускає, що всі рішення будуть прийматися на основі очікуваної норми доходу та очікуваного ризику або очікуваного стандартного відхилення норми доходу.

СТП вимагає певного співвідношення цінних паперів у портфелі. Ця вимога була розроблена Гаррі Марковіцем. Він припустив, що, знаючи коефіцієнт кореляції, відношення однієї акції до іншої, можна визначити комбінацію фондів, яка забезпечить найнижчий ризик для даного рівня доходу.

СТП стверджує, щоб зменшити ризик, інвестор повинен додати інші цінні папери до свого портфеля. Іншими словами, ризик зменшується при збільшенні кількості цінних паперів у портфелі.

СТП припускає, що:

– завданням інвестора є ефективний набір цінних паперів, який забезпечить найвищий дохід при найнижчому рівні ризику;

– норма доходу і ризик за цінними паперами обчислюється за певний період часу.

– ризикові цінні папери можуть додаватися, вилучатися з портфеля на будь-яку суму.

Основою СТП є гіпотеза ефективного ринку.

8.3. Методики оцінки вартості фінансових інструментів

Оцінка ефективності окремих фінансових інструментів інвестування здійснюється на основі порівняння обсягу інвестиційних затрат, з одного боку, та грошового потоку від реалізації цих інструментів – з іншого.

Оцінка вартості акцій. Капіталізована вартість визначає ринкову вартість акцій акціонерного товариства:

де КВА. – капіталізована вартість акцій;

Q – кількість емітованих акцій;

Ар – ринкова вартість акцій.

Віддача акціонерного капіталу показує темп зростання вкладеного акціонерами капіталу:

де ВАК. – віддача акціонерного капіталу;

П – сума чистого прибутку;

Пр – відсотки за користування позиковими коштами;

КА – балансова вартість акціонерного капіталу;

КВ.А.–— капіталізована вартість акцій.

Балансова вартість однієї акції є бухгалтерським підтвердженням забезпеченості кожної емітованої акції капіталом акціонерного товариства:

де Аб – балансова вартість однієї акції;

КА – балансова вартість акціонерного капіталу;

Р – розмір страхового (резервного) фонду;

Q – кількість емітованих акцій.

Співвідношення ринкової і балансової вартості акцій – це узагальнюючий показник, що свідчить про успіх (невдачу) корпорації:

де Са – співвідношення ринкової і балансової вартості акцій;

Ар – ринкова вартість акції;

Аб – балансова вартість акції.

Прибуток на акцію робить можливою оцінку розміру доходів, що спрямовуються на споживання і нагромадження та припадають на одну акцію:

де ПА – прибуток на акцію;

П – сума чистого прибутку;

Пр – відсотки за користування позиковими коштами;

Q – кількість емітованих акцій.

Дивідендна віддача акції показує розмір доходу, що спрямовується на поточне споживанню акціонерів, у відношенні до ринкової вартості акції:

де ДА – дивідендна віддача акції;

Д – розмір нарахованого дивіденду;

Ар – ринкова вартість акції.

Коефіцієнт «ціна-дохід» характеризує зв’язок між ринковою вартістю акції і доходом, що вона приносить. Якщо порівнювати цей показник щодо акцій кількох підприємств, найбільш інвестиційно привабливими будуть акції з найменшим коефіцієнтом:

де Кц/д – коефіцієнт «ціна-дохід»;

Ар – ринкова вартість акції;

Пд – прибуток на акцію.

Коефіцієнт платіжності показує, яка частка прибутку спрямовується на виплату дивідендів:

де kпл – коефіцієнт платіжності;

Д – розмір нарахованого дивіденду;

ПА – прибуток на акцію.

Коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій дозволяє оцінити забезпеченість привілейованих акцій чистими активами емітента, а отже, визначити ступінь захищеності капіталу інвестора:

де kз, – коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій;

rак – чисті активи акціонерного товариства;

Qпp – кількість емітованих привілейованих акцій.

Коефіцієнт ліквідності акцій характеризує можливість продажу акцій конкретного емітента:

де kл – коефіцієнт ліквідності акцій;

Vnpon – загальний обсяг пропозиції акцій;

Упрод — реальний обсяг продажу акцій.

Коефіцієнт «пропозиції-попиту» свідчить про співвідношення цін пропозиції та попиту:

де kп/n – коефіцієнт «пропозиції-попиту»;

Цпроп – ціна пропозиції акцій;

Цпоп – ціна попиту на акції.

Коефіцієнт обігу акцій дозволяє визначити обсяг обігу акцій конкретного емітента і є різновидом показників ліквідності:

де Коб – коефіцієнт обігу акцій;

Упрод – реальний обсяг продажу акцій;

КВА – капіталізована вартість акцій.

Розрахункова вартість акцій обчислюється залежно від способів виплати дивідендів для випадків, коли:

– дивіденди постійні;

– дивіденди постійно зростають;

– розмір дивідендів змінюється в різних періодах.

Вартість акцій з постійними дивідендами обчислюється за формулою:

де Апост – розрахункова вартість акції з постійними дивідендами (привілейовані акції);

Д – дивіденд;

g – рівень дохідності акції даного типу.

Вартість акцій, дивіденди на які постійно зростають, розраховується за моделлю М. Дж. Гордона:

де Апост, зрост – розрахункова вартість акцій з дивідендами, що постійно зростають;

До – останній виплачений дивіденд;

Ді – дивіденд, що очікується у наступному році;

tд – темп зростання дивіденду.

Вартість акцій, розмір дивідендів на які змінюється в різних періодах:

де Азмін – розрахункова вартість акцій, розмір дивідендів на які змінюється;

Ді...Дп – дивіденди у роках прогнозу;

В – вартість акцій у постпрогнозний період;

п – кількість років прогнозування.

Оцінка вартості облігацій. Для характеристики якостей облігацій використовуються наступні показники.

Прямий дохід на облігацію – визначає залежність доходу на облігацію від норми відсотка та її ринкової вартості:

де До – прямий дохід на облігацію;

Нпр – норма відсотка;

Он – номінальна вартість облігації;

Ор – ринкова вартість облігації.

Ціна конверсії – ціна, за якою облігація може конвертуватися в акцію.

Конверсійна премія характеризує вигоди (збитки) інвестора за конвертацію облігацій в акції:

де П.к. – конверсійна премія;

Ар.к. – ринкова вартість акції на момент випуску конвертованої облігації;

Ок – ціна конверсії.

Коефіцієнт конверсії показує кількість акцій, отриманих в обмін на конвертовану облігацію:

де Кк – коефіцієнт конверсії;

Он.к. – номінальна вартість конвертованої облігації;

Ок – ціна конверсії.

Вартість конвертованої облігації обчислюється як добуток ринкової вартості акцій та коефіцієнта конверсії:

Во.к. = Ар kk,

де Во.к. – розрахункова вартість конвертованої облігації;

Ар – поточна ринкова вартість акції;

kk – коефіцієнт конверсії.

Оцінка похідних цінних паперів. Вартість інвестиційного сертифіката визначається, виходячи з доходів від фондових цінностей, в які вкладає кошти інвестиційний фонд, виручки і витрат від операцій інвестиційного фонду на ринку цінних паперів:

де Віс. – розрахункова вартість інвестиційного сертифіката;

f – функціональна залежність;

Д – дивіденди та проценти, що припадають на один інвестиційний сертифікат;

V – виручка інвестиційного фонду від операцій з цінними паперами у розрахунку на один інвестиційний сертифікат;

З – витрати інвестиційного фонду на управління портфелем цінних паперів у розрахунку на один інвестиційний сертифікат.

Вартість варанта залежить від кількості акцій, на які обмінюється варант, а також від поточної ринкової вартості акції та визначеної для варанта ціни акції:

де Ввар – розрахункова вартість варанта;

Ар – поточна ринкова вартість акції;

Авар – ціна акції, яку визначив емітент для варанта;

Qвар – кількість акцій, які обмінюються на варант.

Вартість опціону визначається, виходячи з оцінки дії наступних чинників: дивіденди на акцію; співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною акції, визначеною в опціоні; термін дії опціону; безпечна відсоткова ставка; ступінь ризику:

де Вопц. – розрахункова вартість опціону;

Д – дивіденди на акцію;

Сопц. – співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною, визначеною у опціоні;

nопц. – термін дії опціону;

r – безпечна відсоткова ставка;

R – ступінь ризику як стандартне відхилення.

Модель оцінки капітальних активів визначає взаємозв’язок між ступенем ризику та рівнем дохідності цінних паперів. Виходить із того, що більшому ризику відповідає більший рівень дохідності, та описує залежність, згідно з якою рівень дохідності конкретного цінного паперу дорівнює безризиковій (безпечній) ставці, що коригується на премії за ризики для конкретного фондового інструменту:

де g – рівень дохідності конкретного виду цінних паперів;

r – без-ризикова (безпечна) ставка дохідності;

B – бета-коефіцієнт;

Кm – рівень дохідності фондового ринку.

Бета-коефіцієнт визначає, по-перше, вплив загальної ситуації на фондовому ринку на конкретний цінний папір. Коли бета-коефіцієнт є позитивним, то ефективність цінного паперу буде аналогічною ефективності ринку; за від’ємного значення коефіцієнта ефективність цінного паперу буде знижуватися за підвищення ефективності ринку. По-друге, цей коефіцієнт вимірює ризик інвестицій у конкретні цінні папери: якщо його значення перевищує одиницю – ризик інвестицій вищий за середній на ринку, за меншого значення – навпаки.

Вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується як різниця між цінами придбання і погашення, обчислюється за формулою:

де Вн – розрахункова вартість цінних паперів, дохід на які сплачується як різниця між цінами придбання і погашення;

Н – номінальна вартість конкретного цінного паперу;

g – рівень дохідності конкретного виду цінних паперів;

п – термін, що залишився до погашення.

Вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці обумовленого терміну, розраховується у такий спосіб:

де Впер – розрахункова вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці обумовленого терміну;

Пр – абсолютний розмір відсотка.

Вартість боргових цінних паперів, дохід на які і борг сплачуються наприкінці обумовленого терміну, визначається як:

де By – розрахункова вартість боргових цінних паперів, дохід на які і борг сплачуються наприкінці обумовленого терміну.

Порівняльна оцінка акцій. Загальна характеристика методу оцінки. Порівняльний метод оцінки вартості акцій виходить з того, що однакові інтереси в підприємствах продаються (купуються) за однакову ціну. Особливістю методу є його орієнтація на використання ринкових цін на аналогічні цінні папери схожих підприємств і на фактично досягнуті результати діяльності підприємства, акції якого оцінюються.

Такий підхід забезпечує суттєві переваги порівняно з фінансовою оцінкою. Вони полягають у тому, що оцінка орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу, що склалися на ринку, тобто ціна визначається ринком, а не коректними виконаними розрахунками. Основою оцінки є поточна інформація, що відбиває фактично досягнуті результати, яка є вірогіднішою за прогнози. Враховуються фактичні співвідношення між попитом і пропозицією щодо аналогічних об’єктів, що підвищує обґрунтованість вартості, оскільки вона відбиває поточну ринкову ситуацію.

Поряд із названими безперечними перевагами, порівняльний метод має і недоліки. Насамперед для його використання необхідний активно функціонуючий ринок підприємств. Тільки в цьому разі можливий вибір досить представницьких аналогів. Крім того, ринок має бути прозорим, тобто з доступною необхідною інформацією. Поки не виконуються ці дві умови, оцінка за допомогою порівняльного методу матиме обмежене застосування.

Порівняльний метод використовується у вигляді методу ринку капіталів та методу угод.

Метод ринку капіталів ґрунтується на цінах, що склалися на фондовому ринку на акції аналогічних підприємств. Оскільки базою оцінки є вартість однієї акції, тому в «чистому» вигляді метод використовується для оцінки мінотарних пакетів акцій, тобто тих, що не забезпечують контролю. Проте існують способи, які роблять можливим перехід від оцінки мінотарного пакета до контрольного або вартості всього підприємства.

Метод угод передбачає використання цін придбання контрольних пакетів акцій або підприємств у цілому. Він також дозволяє перехід від вартості усього підприємства (контрольного пакета акцій) до вартості мінотарного пакета.

Технологія оцінки. Технології застосування двох різновидів порівняльного методу збігаються. Відмінність полягає в тому, що при оцінці методом ринку капіталів за вихідну інформацію береться ціна однієї акції, а при оцінці методом угод – ціна контрольного пакета (підприємства). Далі здійснюється:

– вибір об’єктів-аналогів;

– розрахунок мультиплікаторів, тобто співвідношень між ціною аналогів і певним фінансовим показником діяльності;

– застосування мультиплікаторів до об’єкта, що оцінюється.

Вибір аналогів здійснюється за критеріями порівнянності: сфера діяльності; масштаб підприємств; фінансовий стан; якість менеджменту.

Мультиплікатор – це показник, що зіставляє вартість акції (вартість контрольного пакета або підприємства) з фінансовою базою:

де М – мультиплікатор;

С – вартість об’єкта (акції, контрольного пакета акцій або підприємства);

Ф – показник фінансової бази.

Основними мультиплікаторами є:

– вартість/капітал;

– вартість/чисті активи;

– вартість/виручка;

– вартість/грошовий потік;

– вартість/прибуток;

– вартість/дивіденд.

Кожний із наведених мультиплікаторів має певні переваги і недоліки та використовується в конкретних ситуаціях.

Застосування мультиплікаторів до об’єкта, що оцінюється, відбувається відповідно до наступних правил.

1. Мультиплікатори повинні мати мінімальний розподіл розмірів. Виявлені під час розрахунків екстремальні значення відкидаються.

2. Вибрані мультиплікатори повинні застосовуватися до фінансової бази підприємства, акції якого оцінюються, коректно, тобто так, щоб це відповідало способу обчислення відповідних мультиплікаторів для об’єктів, які порівнюються.

3. Використання в оцінці одного мультиплікатора передбачає виконання наступних процедур: розрахунок мультиплікатора для кожного з підприємств-аналогів; відкидання отриманих екстремальних значень; розрахунок середнього значення мультиплікатора; оцінка вартості множенням середнього значення мультиплікатора на фінансову базу підприємства, акції якого оцінюються:

де СА – вартість;

Мср – середнє значення мультиплікатора;

П1 – фінансовий показник підприємства, акції якого оцінюються.

4. Використання різних видів мультиплікаторів може спричинити отримання в підсумку різних значень вартості. У цьому випадку можливі два варіанти оцінки підсумкової вартості. За першим визначається середнє з усіх отриманих значень. Це відбувається в тоді, коли існує однакова довіра до всіх мультиплікаторів. Якщо різні мультиплікатори по-різному відповідають характеристикам об’єкта оцінки, використовується метод зважування (другий варіант оцінки).

Вартість визначається в такий спосіб:

(перший варіант),

(другий варіант),

де САІ ... Сдл – вартість, отримана за допомогою п числа мультиплікаторів;

У 1.. Уn – питома вага мультиплікаторів від 1 до п (Уі+...+Уп=1).

5. Можна здійснювати розрахунок вартості, виходячи з усіх показників фінансової бази. Для цього вибирають регресійну модель, що має наступний вигляд:

де ао – постійний коефіцієнт;

а1... aбб – коефіцієнти регресійної моделі;

Пі ... П6 – кількісні значення показників фінансової бази.

Для розрахунку коефіцієнтів а1... а66 необхідно не менше 12 наборів П1... П6, П12 ... П62, тобто мінімум 12 об’єктів-аналогів із відповідними показниками. Крім того, мають бути відомі значення вартостей аналогів.

6. Підсумкове значення вартості необхідно скоригувати залежно від методів розрахунків і конкретного становища підприємства, акції якого оцінюються. Коригування робиться внесенням поправок, що є знижками або надбавками до вартості. Найбільш типовими є поправки: на повний контроль; недостатню ліквідність; наявність активів, що не використовуються; наявність власних оборотних коштів; потребу в інвестиціях. Якщо під час розрахунків використовувався метод ринку капіталів, а метою оцінки було визначення вартості контрольного пакета акцій чи стопроцентного контролю над підприємством, то просте множення вартості однієї акції на кількість акцій не покаже «справедливої вартості» контролю над підприємством. Це пов’язано з тим, що акції мають різні властивості, а отже, і різну фактичну вартість. Тому рух до стопроцентного контролю потребує надбавки до вартості; рух у зворотному напрямку – знижки.

Залежність вартості пакета акцій від його розміру можна продемонструвати схематично (рис. 8.1).

Рис. 8.1. Залежність вартості пакета акцій від його розміру

Використання поправки на недостатню ліквідність (у вигляді знижки) пов’язане, насамперед, з оцінкою акцій закритих акціонерних товариств, оскільки вони менш ліквідні, ніж акції відкритих компаній. Останнє пояснюється як браком їх вільного продажу, так і обов’язком власника акцій у разі реалізації запропонувати ці акції насамперед співзасновникам.

Співвідношення між меншою і контрольною частками можна відобразити схематично (рис. 8.2).

Рис. 8.2. Співвідношення між меншою і контрольною частками акцій

8.4. Сучасні методики оцінки ефективності портфеля цінних паперів

Теорія портфеля Марковіца. Гаррі Марковіц створив базу моделі портфеля, вивівши очікувану норму прибутку і міру очікуваного ризику. Марковіц показав, що зміна норми прибутку є визначальною мірою ризику портфеля з урахуванням ряду припущень, а також вивів формулу для визначення зміни норми прибутку. Ця формула показує важливість урізноманітнення інвестицій для зменшення загального ризику і методи ефективного урізноманітнення портфеля.

Припущення щодо поведінки інвесторів. Відповідно до моделі Марковіца існують наступні припущення:

1) інвестор розглядає кожну інвестицію як можливий розподіл очікуваних прибутків за період володіння цінними паперами;

2) інвестори намагаються максимально збільшити очікуваний доход за один період, тому в цілому зменшення доходу може уповільнюватися;

3) інвестори оцінюють ризик за портфелем на основі мінливості очікуваних доходів;

4) інвестори приймають рішення на основі очікуваних доходів і ризику.

При певному рівні ризику інвестори надають перевагу більшим доходам перед меншими. Так само при даному рівні очікуваних доходів інвестор надає перевагу меншому ризику перед більшим. При таких припущеннях окремі цінні папери або портфель цінних паперів вважаються ефективними, якщо ніякі інші цінні папери або портфель цінних паперів не дадуть вищого очікуваного доходу при такому ж (або меншому) рівні ризику.

Очікувана норма прибутку за портфелем цінних паперів – це середнє значення очікуваних норм прибутку за окремими цінними паперами у портфелі:

,

де Wi – процент акції у портфелі цінних паперів;

Rі – очікувана норма прибутку за акцією;

n – кількість цінних паперів у портфелі.

Стандартне відхилення доходів за окремими акціями – це корінь квадратний від дисперсії. Дисперсія або стандартне відхилення визначається відхиленням можливих норм прибутку:

,

де Ri – очікувана норма прибутку за акцією;

E(Ri) – можлива норма прибутку за акцією;

Рі – ймовірність можливої норми прибутку Ri.

Отже, стандартне відхилення:

.

Коваріація – це величина, яка показує, до якої степені дві змінні разом змінюються в часі. Позитивна коваріація означає, що норми прибутку двох інвестицій мають тенденцію змінюватися в одному напрямі за певний час. Від’ємна – що норми прибутку двох інвестицій мають тенденцію змінюватися в різних напрямах за певний період часу. Так, для двох акцій (i та j) коваріація норм прибутку визначається як:

Для щомісячних доходів ця формула матиме наступний вигляд:

Щоб визначити очікувані доходи для двох акцій (i та j) беремо арифметичне значення щомісячних доходів:

Коефіцієнт кореляції змінюється в межах від –1 до 1. На кореляцію впливає дисперсія доходів за двома окремими акціями. Щоб обчислити кореляцію між двома акціями (i та j) або іншими інвестиціями, потрібно обчислити наступні математичні значення:

1) дисперсію для доходу кожної акції;

2) стандартне відхилення для доходу кожної акції;

3) коваріацію між двома доходами цих акцій.

Коефіцієнт кореляції визначається за наступною формулою:

,

де dі – стандартне відхилення для акції і;

dj – стандартне відхилення для акції j.

Якщо коефіцієнт кореляції більше 0, то доходи двох акцій змінюються разом лінійним способом, якщо коефіцієнт кореляції має негативне відхилення, то норма прибутку за однією акцією буде вища середнього значення, а за іншою – нижча від середнього значення на певну величину.

Формула стандартного відхилення портфеля:

,

де Sp – стандартне відхилення для портфеля між акціями (i та j);

W – пропорція фондів акцій (і) та акцій (j) у портфелі;

Rij – коефіцієнт кореляції доходів за фондами (і) та (j).

Формула для обчислення стандартного відхилення портфеля з більшою кількістю фондів:

,

де dpart – стандартне відхилення портфеля;

Wі – процентне співвідношення акцій (і) у портфелі;

d2і – дисперсія і;

COVij – коваріація між доходами за акціями.

Теорія Марковіца веде до створення ефективного портфеля цінних паперів. Під терміном «ефективний» Марковіц розуміє портфель, який має найбільш очікуваний прибуток при даному рівні ризику.

Якщо характеристики портфелів розміщені на лінії границі ефективності, то вони ефективні. Портфелі, характеристики яких розміщені під лінією границі ефективності, є менш ефективними.

Техніка створення ефективних портфелів Марковіца з великої кількості акцій вимагає досить громіздких обчислень. Для портфеля з двох цінних паперів потрібно провести дванадцять окремих обчислень коваріації, для портфеля з п’ятдесяти цінних паперів обчислюють 1225 коваріацій, для ста цінних паперів – 4950 коваріацій. Ці обчислення проводять за допомогою комп’ютера.

Оцінка ефективності портфеля цінних паперів за критерієм Трейнора. Аналіз та вибір цінних паперів для портфеля забирає багато часу і коштів, тому окремий вкладник або інвестиційна компанія повинні визначити, чи варто інвестувати гроші в цей портфель. Основні вимоги до менеджера за портфелем цінних паперів:

– можливості одержувати доходи вищі за середні для даного класу ризиків;

– можливість повністю урізноманітнити портфель для уникнення несистематичного ризику.

Рівень урізноманітнення можна визначити обчисленням кореляції між доходом за власним і ринковим портфелем.

Тривалий час інвестори оцінювали ефективність портфеля майже повністю на основі норми прибутку. Вони усвідомлювали наявність ризику, але не знали, як його визначити кількісно. Досягнення теорії портфеля на початку 60-х років показали, як оцінювати та вимірювати ризики при мінливих доходах, бо не було величини, яка б об’єднувала дохід і ризик. Ці два фактори розглядали окремо, групуючи портфелі у класи з однаковим ризиком на основі мінливості доходів, а потім порівнювали норми прибутку за різними портфелями в межах одного класу.

Трейнор розробив перший складений критерій, який врахував ризик. Він вивів два компоненти ризику: перший – це ризик, який виникає через особливі коливання в цінних паперах портфеля. Для його визначення він побудував характеристичну лінію, яка показує відношення між нормою прибутку за власним портфелем за період часу і нормою прибутку за ринковим портфелем. Трейнор відзначив, що нахил характеристичної лінії визначає відносну несталість доходів за портфелем щодо доходів сукупного ринку або коефіцієнт портфеля. Чим більший нахил, тим більш чутливий портфель до ринкових доходів і тим більший ринковий ризик.

Відхилення від характеристичної лінії показує специфічні доходи за портфелем щодо ринку. Ці різниці виявляються від доходів за окремими акціями у портфелі. У повністю урізноманітненому портфелі ці специфічні доходи за окремими акціями можуть скасовуватися. Якщо збільшується кореляція портфеля з ринком, специфічний ризик зменшується. Трейнор не був зацікавлений у такій характеристиці портфеля, як урізноманітнення, тому не приділяв достатньої уваги й мірі урізноманітнення.

Трейнор цікавився мірою ефективності, яка могла б використовуватися усіма інвесторами, незалежно від їх ставлення до ризику. Він запропонував безризикові активи, які можна поєднати з різними портфелями для формування прямої ймовірності лінії портфеля. Трейнор показав, що раціональні інвестори завжди будуть віддавати перевагу ймовірності лінії портфеля з більшими нахилами, бо ці лінії помістять інвесторів на вищі щаблі кривої байдужості. Нахил ймовірності лінії портфеля (Т) визначається як:

,

де Ri – середня норма прибутку для портфеля за певний період часу;

RFRf – середня норма прибутку за безризиковими інвестиціях за цей період;

bf – нахил характеристичної лінії портфеля за цей же період (показує відносну несталість доходу за портфелем).

Чим більша величина Ті, тим більший нахил і кращий склад портфеля для всіх інвесторів, незалежно від їх ставлення до ризику. Так як чисельник цього рівняння – це премія за ризик, а знаменник є мірою ризику, то все рівняння показує дохід за портфелем на одиницю виміру ризику. Усі інвестори намагаються збільшити величину Ті. Зауважимо, що змінна ризику визначає систематичний ризик і дає інформацію про урізноманітнення портфеля.

Порівняння величини (Ті) портфеля з величиною (Тm) для ринкового портфеля показує, чи розміщені на графіку характеристики портфеля над безпечною лінією ринку. Обчислити величину Тm для загального ринку можна наступним чином:

.

У цьому рівнянні bm – це показник ринку, який характеризує нахил лінії фондової біржі. Таким чином, характеристики портфеля з величиною (Т) більшою ніж Тm ринкового портфеля не розміщуються вище безперечної лінії ризику. Отже, даний портфель добре пристосований до ризику.

Оцінка ефективності портфеля цінних паперів за критерієм Шарпа. Шарп вивів складений критерій визначення ефективності взаємних фондів. Ефективність потрфеля за Шарпом визначається як:

,

де Si – критерій ефективності портфеля;

Ri – середня норма прибутку для портфеля за певний час;

RFR – середня норма прибутку за без ризиковими інвестиціями за цей же період;

SDi – стандартне відхилення норми прибутку для портфеля за цей же період.

Критерій Шарпа подібний до критерію Трейнора і визначається як загальний ризик (з урахуванням стандартного відхилення), а не тільки як систематичний ризик (з урахуванням коефіцієнта). Так як чисельник цього рівняння визначає премію за ризик портфеля, то критерій є премією за ризик на одиницю виміру загального ризику.

Критерій Шарпа оцінює менеджера за нормою прибутку і урізноманітнення портфеля. (Урізноманітнення (диверсифікація) портфеля – бажання зменшити ризик втрати капіталу і доходу). Для повного урізноманітнення портфеля критерії Трейнора і Шарпа дадуть однакові результати, оскільки повна дисперсія повністю урізноманітненого портфеля є водночас систематичною.

Ці два критерії доповнюють один одного. Якщо ви маєте справу з групою добре урізноманітнених портфелів, результати за цими двома критеріями будуть однаковими.

Оцінка ефективності портфеля цінних паперів за критерієм Дженсена. Очікуваний і безризиковий дохід для різних періодів різний. Тому необхідно враховувати часові ряди (серії) очікуваних норм прибутку цінного паперу або портфеля. Більше того, припускаючи, що модель оцінки капіталу емпірично дійсна, оцінку основного капіталу за один період за будь-яким видом цінних паперів можна обчислити за формулою:

,

де E (Ri) – очікуваний дохід за цінним папером або портфелем;

RFR – коефіцієнт безризиковості для одного періоду;

bі – систематичний ризик за цінним папером або портфелем;

Е(Rm) – очікуваний дохід за ринковим портфелем цінних паперів із несталим курсом.

Декомпозиція надлишкового прибутку. Техніка визначення ефективності, розроблена Дженсеном та іншими аналітиками, в першу чергу пов’язана з оцінкою загальної ефективності взаємних фондів. Вона дає лише загальне уявлення про те, наскільки вдало менеджери вибрали фонди для своїх портфелів. Але не було спроб визначити, наскільки вдало менеджери вибрали фонди і урізноманітнили портфелі за звичайними фондами. Для цього можна використовувати широковизнану техніку декомпозиції, запропоновану Фама. Фама продовжив аналітичні методи, розроблені Шарпом, Трейнором і Дженсеном. Він запропонував спосіб для декомпозиції надлишкового прибутку взаємних фондів з метою зміцнення опору портфеля цінних паперів систематичному і несистематичному ризику. Ця техніка базується на припущенні, що при виборі цінних паперів менеджери не завжди включають усі альтернативні фонди у свої портфелі, тобто вони намагаються вибрати недооцінені цінні портфелі і, як наслідок цього, втрачають у диверсифікації. У такому випадку, якщо портфель недостатньо урізноманітнений, він підлягає не лише систематичному, але і несистематичному ризику.

Відповідно до сучасної теорії, портфель підлягає лише систематичному ризику, який дорівнює загальному ризику, і не має несистематичного ризику:

,

де Si – стандартне відхилення портфеля і;

Sm – стандартне відхилення ринку;

bі – ризик для портфеля.

Якщо портфель зовсім неурізноманітнений, співвідношення буде наступне:

,

Отже, ризик такого портфеля буде більшимй

Для використання техніки Фама робляться наступні обчислення:

1) спочатку визначається диференційний дохід (DRi) за кожним портфелем спільних фондів:

де Ri – очікувана норма доходу за очікуваний період;

DRi – диференційний дохід для портфеля, що досліджується;

bі – систематичний ризик.

Фама визначив цей дохід як «дохід селективності»;

2) обчислюється гіпотетичне b, що показує ступінь урізноманітненості:

де Si – стандартне відхилення портфеля і;

Sm – стандартне відхилення ринку;

3) очікувана форма доходу (Ri) за портфелем, якщо ризик вважається гіпотетичним bhi:

4) чиста селективність (NSi) обчислюється як різниця між дійсним доходом (Ri) і очікуваним доходом по портфелю Ri, якщо ризик визначається гіпотетичним (bhi):

На додаток до методу чистої селективності Фама запропонував способи обчислення збитків або доходів від різних видів диверсифікації:

а) доходу з урахуванням фактичного ризику:

де Rm – дохоі на ринку цінних паперів;

Ri – безризиковий дохід;

Br – дохід, дійсний для портфеля;

б) доходу при задовільній диверсифікації (RPD):

де

в) втрат або доходу при поганій диверсифікації (IDL):

Даний метод дозволяє обчислити, чи є портфель добре диверсифікованим порівняно з ринком цінних паперів.

Як правило, багато інвесторів намагаються пристосувати свій портфель до ринку цінних паперів. Але деякі не потребують диверсифікації – ті, які інвестують лише в акції (спекулятивні, зростаючі чи зі стабільним доходом) або лише в облігації.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Охарактеризуйте типи інвестиційних портфелів.

2. Назвіть та охарактеризуйте зміст сучасних портфельних теорій.

3. Яка методика оцінки вартості фінансових інструментів?

4. Як розраховується прибуток на акцію?

5. Які коефіцієнти застосовуються для характеристики облігацій?

6. Як оцінюються похідні цінні папери?

7. Як визначається вартість опціону ?

8. Розкрийте сутність моделі оцінки капітальних активів.

9. У чому полягає сутність порівняльного методу оцінки вартості акцій?

10. Розкрийте сутність теорії портфеля Марковіца.

Тести для проведення контролю

1. Головною метою формування інвестиційного портфелю є:

а) реалізація політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш дохідних та безпечних фінансових інструментів;

б) реалізація політики покращання інвестиційного клімату;

в) реалізація політики фінансового інвестування, спрямованої на екологічну безпеку регіону;

г) реалізація політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш безпечних фінансових інструментів.

2. Вкажіть, що позначається буквеними виразами у формулі розрахунку балансової вартості однієї акції – Аб:

де:

Ка – ?

Р – ?

Q – ?

Реальні інвестиції

Глава 9. Характеристика та обгрунтування реальних інвестиції

9.1. Класифікація реальних інвестицій.

9.2. Поняття інвестиційного проекту. Життєвий цикл проекту.

9.3. Склад техніко-економічного обґрунтування інвестицій.

9.4. Бізнес-план інвестиційного проекту.

9.5. Маркетингове планування.

Ключові слова: реальні інвестиції, інвестиції в нематеріальні активи, сутність інвестицій, інвестиції в НДР, капітальні вкладення, накопичення, обсяг інвестицій, норма інвестицій, життєвий цикл проекту, інвестиційна фаза, фаза експлуатації, ідентифікація, експертиза інвестиційного проекту, техніко-економічне обґрунтування, обґрунтування інвестицій, бізнес-план інвестиційного проекту, капітальні витрати, податковий план інвестиційного проекту, баланс грошових потоків, маркетингове планування, диверсифікація.

9.1. Класифікація реальних інвестицій

До реальних інвестицій (інвестицій у виробничі фонди) належать вкладення в основний капітал виробничих підприємств та інвестиції, спрямовані на зростання матеріально-технічних запасів.

Реальні інвестиції бувають наступних видів:

– інвестиції відновлення, що здійснюються за рахунок засобів фонду відновлення підприємства;

– інвестиції розширення (чисті інвестиції), що здійснюються за рахунок частини національного доходу (НД) або за рахунок фонду чистого накопичення;

– валові інвестиції – як інвестиції оновлення, так і інвестиції розширення.

Прямі інвестиції безпосередньо необхідні для реалізації інвестиційного проекту. До них належать інвестиції в основні (матеріальні та нематеріальні активи) та обороні засоби.

Інвестиції в основні засоби включають:

– придбання (або виготовлення) нового обладнання, в тому числі затрати на його доставку, установку та пуск;

– модернізація діючого обладнання;

– будівництво і реконструкція будівель та споруд;

– технологічні установки, що забезпечують роботу обладнання;

– нове технологічне оснащення та модернізацію наявного обладнання.

Інвестиції в оборотні засоби передбачають забезпечення:

– нових та додаткових запасів основних і допоміжних матеріалів;

– нових та додаткових запасів готової продукції;

– збільшення рахунків дебіторів.

Необхідність подібних інвестицій полягає в тому, що при збільшенні обсягу виробництва товарів, як правило, повинні автоматично збільшуватися товарно-матеріальні запаси сировини, комплектуючих елементів та готової продукції. Крім того, у зв’язку із збільшенням обсягу виробництва та продаж збільшується дебіторська заборгованість підприємства. Усе це – активні статті балансу, і їх позитивне нарощення повинно фінансуватися із додаткових джерел.

Інвестиції в нематеріальні активи найчастіше пов’язані з придбанням торгової технології (патенту чи ліцензії) та торгової марки.

Супутніми інвестиціями є:

– вкладення в об’єкти, пов’язані територіально та функціонально з прямим об’єктом:

– вкладення в об’єкти, безпосередньо технологічно не пов’язані із забезпеченням нормальної експлуатації (під’їзні шляхи, лінії електропередач, каналізація і т.п.);

– вкладення невиробничого характеру, наприклад, інвестиції в охорону навколишнього середовища, соціальну інфраструктуру.

Інвестиції в НДР забезпечують та супроводжують проект. Це, перш за все:

– матеріальні засоби (обладнання, стенди, комп’ютери та різноманітні прибори), що необхідні для проведення передпроектних досліджень;

– оборотні кошти, необхідні, наприклад, для забезпечення поточної діяльності науково-дослідного інституту чи вузу на замовлення підприємства;

– ліцензії та технології;

– навчання персоналу.

Капітальними вкладеннями називаються засоби, що вкладені в розширене відтворення основних фондів (ОФ). Звичайно на капітальні вкладення спрямовується близько 20 % НД. Вони відіграють важливу роль у соціально-економічному розвитку країни.

Серед основних результатів використання капітальних вкладень необхідно виділити:

1) реалізацію соціальних програм;

2) пропорційне розміщення продуктивних сил країни;

3) гармонійний розвиток галузей народного господарства;

4) прискорення темпів науково-технічного прогресу та розвитку базових галузей народного господарства;

5) реалізацію програм розвитку паливно-енергетичного комплексу, житла, оновлення виробничих фондів;

6) здійснення важливих будівництв.

Найбільш загальною є наступна класифікація реальних інвестицій.

За джерелами фінансування:

– централізовані – за рахунок коштів державного бюджету та державних кредитів;

– нецентралізовані – за рахунок довгострокових банківських кредитів, власних коштів підприємств, іноземних інвестицій.

Сьогодні в Україні спостерігається тенденція до збільшення частки централізованих капітальних вкладень. Така ситуація пов’язана із державною політикою у фінансовій та банківській сферах.

Галузевий розподіл реальних інвестицій на нинішньому етапі має наступний вигляд:

– машинобудування та металообробка;

– торгівля та громадське харчування;

– будівництво;

– целюлозно-паперова промисловість;

– промисловість будівельних матеріалів та ін.

Регіональний розподіл. Обсяг залучених інвестицій у різні регіони залежить від:

– стану інвестиційного клімату;

– послідовності проведення ринкових реформ;

– рівня розвитку економічного потенціалу;

– динаміки перетворення виробничої та фінансової інфраструктури;

– ефективності використання природних та трудових ресурсів;

За формам відтворення виділяють наступні види реальних інвестицій:

– нове будівництво – створення виробничих потужностей на нових майданчиках за новими проектами;

– розширення виробництва – будівництво нових підприємств та розширення діючих виробничих підрозділів основного та допоміжного призначення;

– реконструкція виробництва – переобладнання діючих цехів виробництв, яке здійснюється за єдиним комплексним проектом підприємства в цілому;

– технічне переоснащення виробництва – комплекс заходів, спрямованих на підвищення техніко-економічного рівня виробництва окремих цехів, виробництв шляхом механізації, автоматизації виробничого процесу, запровадженням прогресивної технології та ноу-хау, заміщення фізично зношеного обладнання.

Для характеристики реальних інвестицій на макроекономічному рівні в міжнародній практиці використовуються наступні показники.

1) Обсяг інвестицій, тобто вартісне відображення капіталу, що вкладається.

2) Норма інвестицій, що є відношення обсягу інвестицій до валового національного продукту чи валового внутрішнього продукту.

3) Коефіцієнт приросту капіталомісткості, що характеризує ефективність інвестицій та ефективність накопичення. Визначається як відношення валових інвестицій в основний капітал до приросту ВНП за той же період.

4) Коефіцієнт капіталомісткості = Валові інвестиції / Приріст ВНП.

5) Накопичення – це використання частини НД на розширене відтворення.

Навіть у країнах з ринковою економікою ці показники неодинакові, їх рівень коливається залежно від рівня країни, складу її економіки в поточному періоді.

9.2. Поняття інвестиційного проекту. Життсвий цикл інвестиційного проекту

Поняття «інвестиційний проект» має два значення.

1) Діяльність, яка передбачає здійснення комплексу заходів для досягнення визначеної мети.

2) Система організаційно-правових та розрахунково-фінансових документів, що необхідні для здійснення визначених заходів, які містять їх опис.

Проекти прийнято поділяти на тактичні та стратегічні.

Тактичні – проекти, пов’язані із збільшенням обсягів виготовлення продукції, підвищенням якості, модернізацією обладнання.

Стратегічні – проекти, що передбачають зміну форми власності або кардинальну зміну характеру виробництва.

Типовими у світовій практиці прийнято вважати наступні види проектів:

1) заміна застарілого обладнання як природний процес у рамках діючого бізнесу. Звичайно такі проекти не потребують докладного обґрунтування і тривалого прийняття рішень. Альтернативність можлива лише в тому випадку, коли існують декілька типів подібного обладнання і необхідно обґрунтувати переваги одного з них;

2) заміна обладнання з метою зниження виробничих витрат. Мета подібних проектів – заміна морально застарілого обладнання. Цей тип проектів передбачає аналіз вигідності кожного окремого проекту, бо більш досконале обладнання не завжди вигідне з фінансової точки зору;

3) збільшення випуску продукції та розширення ринку послуг. У даному випадку необхідно детально аналізувати реальність комерційного здійснення проекту з обґрунтуванням розширення ринкового простору, а також його фінансову ефективність;

4) розширення підприємства з метою випуску нових продуктів. У цих проектах усі стадії аналізу важливі, бо це є стратегічним рішенням і помилка при розробці проектів даного типу може призвести до суттєвих наслідків;

5) проекти, що мають екологічну спрямованість. Ці проекти за своїм змістом завжди пов’язані із забрудненням навколишнього середовища, тому саме екологічному аналізу приділяється головна увага.

Життєвий цикл проекту – це час від першої затрати до останньої вигоди проекту. Він відображає розвиток проекту, роботи, які проводяться на різних стадіях його підготовки, реалізації та експлуатації.

Цикл проекту є певною схемою або алгоритмом, за допомогою якого відбувається встановлення певної послідовності дій при його розробці та впровадженні.

Програмою промислового розвитку ООН (UNIDO) запропоновано бачення проекту як циклу, що складається з трьох окремих фаз – передінвестиційної, інвестиційної та експлуатаційної (рис. 9.1).

Передінвестиційна фаза має наступні стадії: визначення інвестиційних можливостей, аналіз альтернативних варіантів і попередній вибір проекту – попереднє техніко-економічне обгрунтування, висновок за проектом і рішення про інвестування.

Інвестиційна фаза: встановлення правової, фінансової та організаційної основ для здійснення проекту, придбання і передача технологій, детальне проектне опрацювання та укладання контрактів, придбання землі, будівельні роботи і встановлення обладнання, передвиробничий маркетинг, набір і навчання персоналу, здача в експлуатацію та запуск.

Фаза експлуатації розглядається як у довгостроковому, та короткостроковому планах. У короткостроковому плані вивчається можливе виникнення проблем, пов’язаних із застосуванням обраної технології, функціонуванням обладнання або з кваліфікацією персоналу. У довгостроковому плані до розгляду береться обрана стратегія та сукупні витрати на виробництво і маркетинг, а також надходження від продажу.

Універсальним підходом до визначення робіт, які відносяться до різних фаз і стадій циклу проекту, є підхід Всесвітнього банку. Це ідентифікація, розробка, експертиза, переговори, реалізація та завершальна оцінка.

Ці стадії об’єднані в дві фази:

– фаза проектування – перші три стадії;

– фаза впровадження – останні три стадії.

Перша стадія проекту – ідентифікація – стосується вибору або генерування таких ґрунтовних ідей, які можуть забезпечити виконання важливих завдань розвитку. На цій стадії слід скласти перелік усіх можливих ідей, придатних для досягнення цілей економічного розвитку. Перша стадія циклу проекту виходить із чіткого формулювання цілей, порівняння альтернативних засобів його виконання та вибору найвигідніших варіантів.

На стадія розробки відбувається послідовне уточнення проекту за всіма його параметрами, а саме:

– технічні характеристики;

– врахування впливу на навколишнє середовище;

– ефективність та можливість фінансового здійснення;

– прийнятність із соціальних та культурних міркувань;

– масштабність організаційних заходів.

Розробка проекту включає звуження кола ідей шляхом їх детальнішого вивчення. Можливе проведення кількох типів досліджень, у тому числі:

– попереднє інженерне проектування;

– аналіз можливості економічного та фінансового здійснення;

– розгляд систем адміністративного управління;

– оцінка альтернативних варіантів з погляду захисту навколишнього середовища;

– оцінка впливу проекту на місцеве населення.

Чим більше відомо про різні підходи до управління проектом, тим більше можна забракувати невдалих варіантів і перейти до детального вивчення обраного проекту.

Експертиза забезпечує остаточну оцінку всіх аспектів проекту перед запитом чи рішенням про його фінансування.

На стадії експертизи увага зосереджується на оптимальному варіанті. Проводиться докладне вивчення:

– фінансово-економічної ефективності;

– факторів невизначеності й ризиків;

– окремих змін у керівництві або політиці, які можуть вплинути на успіх здійснення проекту.

На стадії переговорів інвестор і замовник, який хоче одержати фінансування під проект, докладають зусиль, щоб дійти згоди щодо заходів, необхідних для здійснення проекту. Досягнуті домовленості оформляються як документально підтверджені юридичні зобов’язання. Після проведення переговорів складається протокол намірів, меморандум або інші документи, що відображають досягнуті домовленості.

Під реалізацією проекту розуміють виконання необхідних робіт для досягнення його цілей. На стадії реалізації проводиться контроль і нагляд за всіма видами робіт. Порядок проведення контролю та інспекції повинен погоджуватися на стадії переговорів.

На стадії завершальної оцінки визначається ступінь досягнення цілей проекту, із набутого досвіду робляться висновки для його використання в подальших проектах. Під час цієї стадії необхідно порівнювати фактичні результати проекту із запланованими.

Ідея проекту може обумовлюватися:

– незадоволеними потребами і пошуком можливих шляхів їх задоволення;

– ініціативою приватних чи державних фірм, які прагнуть одержати переваги у використанні нових можливостей;

– наявністю невикористаних або недовикористаних матеріальних чи людських ресурсів та можливістю їх застосування у більш продуктивних галузях;

– необхідністю зробити додаткові капітальні вкладення;

– прагненням створити сприятливі умови для формування відповідної інфраструктури виробництва й управління;

– пропозиціями іноземних громадян або фірм щодо інвестицій;

– інвестиційними стратегіями, розробленими іншими країнами, а також можливостями, що виникають у зв’язку з міжнародними договорами;

– діяльністю організацій щодо надання двосторонньої допомоги і поточними проектами цих організацій у даній країні.

Щоб виявити кращий варіант проекту, треба розглянути широке коло його можливих варіантів. Дуже часто вибір певного способу чи варіанта проекту робиться передчасно. Дуже корисно внести всі можливі варіанти до початкового переліку ідей, що обговорюються, а потім шляхом використання логічної схеми відбору відкинути гірші. Початковий список альтернативних підходів може звузитися до кількох або одного варіанту. У міру відкидання альтернативних варіантів деталі й розрахунок кожного аспекту уточняються. Тим самим вдається уникнути надмірної детальної підготовчої роботи над варіантами, які, врешті-решт, відкидаються. Відмінність між стадіями ідентифікації та розробки частіше буває кількісною, ніж якісною.

Відхилення варіантів проекту відбувається на основі вибору ідей, які згодом буде прийнято і піддано детальному аналізу на стадіях розробки та експертизи проекту.

Причинами відхилення варіантів проекту можуть бути:

– недостатній попит на запропонований продукт проекту або відсутність переваг перед наявними продуктами;

– надмірні витрати проекту порівняно з очікуваними вигодами;

– відсутність політичної підтримки влади;

– непридатна для здійснення цілей проекту технологія;

– завеликий масштаб проекту, що не відповідає наявним організаційним та управлінським можливостям;

– надмірний ризик;

– зависокі витрати на експлуатацію проекту порівняно з наявними фінансовими ресурсами або альтернативними рішеннями.

9.3. Склад техніко-економічного обгрунтування інвестицій

Технічні аспекти інвестиційного проекту на першій погляд видаються особистою справою підприємця і не обходять інвестора. Але насправді будь-який серйозний інвестор не може ігнорувати цей аспект інвестиційного проекту, оскільки він демонструє можливість технічного здійснення проекту з прийнятним рівнем витрат.

Технічний аналіз покликаний показати техніко-технологічну обґрунтованість проектних рішень. Розробка техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) проекту здійснюється, як правило, проектними установами, потім узгоджується із замовником та іншими зацікавленими особами.

Величезна різноманітність технологій, що застосовуються, видів сировини та обладнання значно ускладнюють типізацію технічного аналізу інвестиційних проектів, але звичайно техніко-економічне обґрунтування складається з наступних розділів:

1) початкові дані – посилання на постанови, рішення та інші документи, що є підґрунтям для розробки техніко-економічного обґрунтування (ТЕО) проекту, дані про технічний стан підприємства, що підлягає реконструкції або розширенню, оцінка діяльності, техніко-економічні показники його роботи за останні три роки;

2) місце розташування об’єкта:

– обґрунтування вибору району, пункту, місця реалізації проекту;

– основні будівельні рішення, організація будівництва:

– основні параметри конструкторських рішень щодо будівель та споруд;

– карта розташування підприємства із зазначенням на ній основних автошляхів, залізниць та водних шляхів, місця розташування будівель і споруд, енергетичного господарства, резервних площ для можливого розширення виробництва;

– схеми земельних ділянок, питання власності на них, характеристика та обсяг стічних вод та шкідливих викидів, заходи з водокористування, охорони навколишнього середовища;

– розташування ринків збуту та шляхи доступу до них;

– вартість земельних ділянок та інвестиційні витрати;

– одержання ліцензій або інших дозволів на земельні ділянки;

– обсяги, особливості організації та строки будівельних робіт, потреба в будівельних матеріалах;

– можливості використання потужностей підприємств будівельної індустрії, розташованих у районі будівництва;

– розрахункова вартість будівництва;

3) масштаб проекту (обсяг виробництва), номенклатура продукції, спеціалізація та коопераційні зв’язки підприємства, основні технічні дані та економічні показники продукції порівняно з показниками аналогічних видів продукції передових вітчизняних та іноземних підприємств:

– обґрунтування конкурентоспроможності продукції на світовому ринку, її вплив на розширення експорту, зменшення імпорту та поповнення валютного запасу;

– визначення спеціалізації та кооперації підприємства;

– забезпечення підприємства сировиною, матеріалами, напівфабрикатами, енергією, паливом, водою і трудовими ресурсами;

– ринок збуту та його вплив на вибір обсягу виробництва;

– екологічні, санітарні та інші обмеження на масштаби виробництва;

– можливості розширення виробництва в майбутньому;

4) технологія:

– основні технологічні рішення, склад підприємства, організація виробництва;

– обґрунтування вибору технології виробництва та основного технологічного обладнання;

– вимоги технології до інфраструктури;

– екологічні аспекти технології;

– можливості використання місцевих технологій та обладнання;

– можливості використання технологічного обладнання із західних країн;

5) обладнання:

– конкретний перелік обладнання із зазначенням його постачальників, обґрунтування вибору останніх;

– можливості ремонту обладнання та забезпечення запасними частинами;

– забезпечення належного режиму експлуатації обладнання, необхідного рівня кваліфікації робочої сили;

6) перелік та характеристика об’єктів інфраструктури:

– виробничі, адміністративні, складські, допоміжні, соціально-побутові будинки і споруди;

– торговельна мережа;

– наявний транспорт;

– електропостачання;

– водопостачання й каналізації;

– соціальна інфраструктура;

– у разі відсутності необхідних об’єктів інфраструктури потрібно передбачити, хто, в які строки, за рахунок яких коштів їх створюватиме;

7) на завершення наводяться дані про загальні вимоги до розробки, складання та затвердження ТЕО, перелік конструкторських і дослідних робіт, графік виконання проекту.

Усі експертні оцінки проводяться з урахуванням аналізу всіх альтернативних варіантів рішень на кожному етапі аналізу. Відбір варіантів відбувається на основі юридичних, фінансових, екологічних обмежень та соціальної доцільності.

Технічний аналіз дозволяє визначити величину інвестиційних витрат за проектом та поточні витрати на випуск продукції. Це надає можливість при співставленні з прогнозним обсягом продажів зробити висновки щодо можливості реалізації проекту у даних умовах.

9.4. Бізнес-план інвестиційного проекту

Бізнес-план є стандартним для більшості країн із ринковою економікою документ, в якому детально обґрунтовується концепція підготовленого для реалізації реального інвестиційного проекту та наводяться його основні характеристики.

У бізнес-плані повинні бути відображені наступні питання:

1) загальна характеристика підприємства: активи і основний капітал, форма власності, ступінь самостійності, наявність збутових підприємств, дочірніх підприємств та філій, рівень сертифікації продукції;

2) науково-технічний потенціал підприємства, характеристика основного технологічного обладнання та технологій;

3) характеристика допоміжних виробництв (складське, транспортне);

4) організація управління, праці, професіонально-кваліфікаційний склад;

5) фінансове забезпечення, основні результати фінансової діяльності попереднього року, оцінка сучасного стану, проектна модель фінансового забезпечення;

6) досвід зовнішньоекономічної діяльності, включаючи експортні поставки;

7) у висновках до проекту робляться основні висновки, вказуються його недоліки, оцінюється ймовірність здійснення та оцінюється ефективність проекту, що оцінюється.

Підходи до розробки та викладення бізнес-плану диференціюються залежно від характеру інвестиційного проекту.

Для великих інвестиційних проектів, які вимагають значних капітальних затрат, а також для проектів, пов’язаних із виробництвом та впровадженням на ринок нової продукції, товарів чи послуг, які не мають аналогів, розробляють повний варіант бізнес-плану (40 – 50 стор.).

Для невеликих інвестиційних проектів можлива розробка короткого бізнес-плану, який у подальшому на вимогу інвестора чи кредитора може уточнюватися чи доповнюватися (10 – 15 стор.).

Структура бізнес-плану

1. Резюме (коротка характеристика інвестиційного проекту). Із цього розділу інвестор повинен зробити висновок про відповідність проекту:

– його інвестиційній діяльності та інвестиційній стратегії,

– потенціалу наявних інвестиційних ресурсів;

– чи влаштовує його проект за періодом реалізації та термінами повернення вкладеного капіталу.

Резюме повинно включати:

– викладення концепції інвестиційного проекту, до якої включається обґрунтування мети підприємницької ідеї на основі вивчення ринку та можливостей розширення діяльності;

– ступінь розробки інвестиційного проекту – наявність проекту намірів із основними фінансово-економічними показниками, типової документації і кошторису за проектом, наявність індивідуальної проектної документації та кошторису затрат з експертною оцінкою незалежного аудитора;

– необхідну сума інвестиційних ресурсів у національній валюті на момент розробки бізнес-плану (при залучення іноземного інвестора, а також при високих темпах інфляції – в доларах США); період здійснення інвестицій до початку ефективної експлуатації об’єкта; період окупності об’єкта, що проектується;

– для іноземних інвесторів повинні викладатися основні положення державного та правового регулювання даного бізнесу в Україні.

2. Характеристика галузі, в якій реалізується інвестиційний проект:

– відповідність галузевої спрямованості інвестиційного проекту завданням структурної перебудови економіки України;

– тенденції розвитку попиту на продукцію галузі;

– рівень розвитку ринкових відносин у галузі;

– середній рівень прибутковості капіталу в галузі;

3. Характеристика продукту (послуг):

– особливості та привабливість для споживачів (клієнтів);

– достоїнства та переваги порівняно з іншими продуктами (послугами);

– оцінка конкурентоспроможності за основними якісними ознаками, рівнем цін, гарантіями та послугами після продажу;

– прогнозований загальний період життєвого циклу продукту та можливість його подальшого удосконалення;

– за окремими, принципово новими продуктами необхідно обумовити необхідну форму правового захисту (патент, авторське право, торговий знак).

4. Розміщення об’єкта:

– дозволить оцінити інвестиційну привабливість регіону;

– розглянути потенційні переваги його конкретного місцезнаходження з позицій наближення до факторів виробництва або ринків збуту;

– ринкова оцінка земельного наділу, на якій знаходиться об’єкт, і територій, що до нього прилягають.

5. Аналіз ринку (найбільш складний розділ при розробці бізнес-плану). Охоплює не тільки поточний, але і прогнозований стан даного ринку:

– характеристика потенційних покупців (клієнтів) даного продукту (послуги), їх особливості та можлива чисельність у рамках даного регіону.

– оцінка нинішнього обсягу попиту (продажу) на продукт чи послугу на цьому ринку. Така оцінка, якщо можливо, повинна проводитися за останні три роки та включати як вітчизняні, так і імпортні товари;

– з урахуванням чисельності оптових і роздрібних покупців та характеристики сучасного стану попиту прогнозується можливий обсяг продаж у межах інвестиційного проекту, що розглядається;

– оцінка рівня та динаміки цін на продукцію. Проводиться за внутрішнім ринком України у співвідношенні до світових цін на аналогічну продукцію. Згідно з результатами оцінки та виявленими тенденціями складається прогноз динаміки рівня цін на продукт на інвестиційний період;

– оцінка сучасного та прогнозного рівня конкуренції на внутрішньому ринку. Розглядається кількість підприємств, які виробляють аналогічну продукцію (послугу), питому вагу основних підприємств в обсязі продаж у регіоні, поява на ринку підприємств-конкурентів.

6. Запланований обсяг та структура виробництва продукту (здійснення послуг):

– обґрунтовується загальний обсяг випуску продукцій (надання послуг) у середньому за рік при виході об’єкта інвестування на проекту потужність;

– Проводяться розрахунки за окремими асортиментними групами продукту (послуги);

– запланований обсяг та структура виробництва продукції (послуг) розраховується: у кількості одиниць (або інших одиницях виміру); у національній валюті, скорегованій з урахуванням індексу цін без фактора інфляції; у доларах США.

7. Забезпечення випуску продукції (послуг) основними факторами виробництва:

– забезпечення випуску продукції (послуг) основними видами сировини, матеріалів, енергетичних ресурсів;

– забезпечення випуску продукції (послуг) сучасною технологією (наявність у ініціатора інвестиційного проекту технології, що відповідає сучасним стандартам, необхідність придбання вітчизняних чи зарубіжних патентів, ліцензій, ноу-хау);

– забезпечення випуску продукції (послуг) сучасним обладнанням. Вказується, чи є у наявності в ініціатора інвестиційного проекту необхідне обладнання, чи його потрібно придбати в Україні чи за кордоном;

– забезпечення випуску продукції (послуг) відповідними виробничими приміщеннями та об’єктами виробничої інфраструктури. Необхідні виробничі приміщення або їх відповідне розширення, придбання чи нове будівництво;

– аналіз забезпечення випуску продукції (послуг) кадрами відповідної кваліфікації.

8. Стратегія маркетингу. Розробляється як самостійний розділ бізнес-плану в наступних випадках:

– при виході на ринок з принципово новим видом продукції (послуг);

– при впровадженні на інших регіональних ринках;

– при високому рівні конкуренції на відповідному товарному ринку (ринку послуг) даного регіону.

При відсутності найближчим часом проблем із збутом та конкуренцією, маркетингова стратегія може не розроблятися.

Якщо подібна необхідність є, то в даному розділі бізнес-плану необхідно відобразити:

– прогнозні цільові показники стратегії маркетингу (перш за все, обсяг свого сегмента на товарному ринку або ринку послуг свого регіону, інших регіонів України);

– основні заходи, що передбачуються цією стратегією.

9. Управління реалізацією інвестиційного проекту:

– визначається організаційно-правова форма реалізації проекту. Інвестиційний проект може реалізовуватися в рамках діючої організаційно-правової форми його ініціатора, організаційно-правової форми інвестора, шляхом створення нового акціонерного товариства відкритого чи закритого типу, товариства з обмеженою відповідальністю та ін.);

– бажано представити схему організаційної структури управління об’єктом на стадії його експлуатації (у випадку, якщо проект пов’язаний із створенням нової компанії). При цьому може вказуватися кандидатура керівника та відповідні дані про його вік, освіту, базову спеціальність, загальний трудовий стаж і стаж роботи на підприємстві даної галузі;

– можливість реалізації інвестиційного проекту самостійно (без відповідної організаційної та фінансової підтримки інвестора) чи необхідність залучення підрядника чи субпідрядника;

– у випадку залучення підрядника чи субпідрядника в бізнес-плані відображаються його характеристики: наявність досвіду роботи в даній галузі та з аналогічними інвестиційними проектами, рівень технологічного і кадрового забезпечення, ділова та фінансова репутація.

У спрощеному вигляді організаційна структура управління проектом представлена на рис. 9.2.

Якщо розробляється малий або середній проект, то його менеджер виконує наступні функції:

1) виконує роль координатора або управляє одночасно кількома проектами;

2) поділяє відповідальність з архітекторами, інженерами та підрядниками;

3) є самостійним учасником проекту, але структурно може відноситись до фірм-замовників, підрядника або бути представником консалтингової фірми.

Ряд функцій з реалізації проектів традиційно належить визначеним учасникам проекту. Це такі функції, як будівництво, фінансові операції, монтаж, налагодження та пуск обладнання. Але частка функцій може розподілятись між учасниками від одного проекту до іншого. Це, перш за все, постачання, проектування та управління проектом. Варіанти розподілу функцій між учасниками проекту відображаються в формах організації робіт між ними.

У літературі з управління малими та середніми проектами організаційні форми управління мають наступну класифікацію:

– основна система;

– система розширеного управління;

– система прискореного будівництва.

Відповідно до концепції основної системи менеджер проекту виступає як представник замовника і не відповідає за прийняті рішення. Повноваження менеджера проекту обмежуються умовами, які визначені у контракті. Спеціалісти з управління вважають, що концепція основної системи найбільше відображає сутність управління проектом, бо не пов’язана з комерційними інтересами і є найбільш об’єктивною.

Практично всі інші системи передбачають, що менеджер візьме на себе відповідальність за завершення проекту в межах фіксованої ціни. Таким чином, значна частка ризику переходить від замовника до менеджера проекту.

Вважається, що загальними перевагами всіх названих систем є спрямованість на кінцевий результат і концентрація відповідальності за інвестиційний цикл в одному місці. Кожний учасник такої системи виконує роботу, яка відповідає його професійній спрямованості, що забезпечує продуктивність та ефективність будівництва.

У разі реалізації великих проектів сфера відповідальності менеджера проекту суттєво змінюється. Наприклад, він може виступати директором проекту та контролювати діяльність інших менеджерів, які контролюють виконання окремих розділів або видів робіт за проектом.

Існує два основні типи структур для груп з управління проектами:

– робоча група проекту;

– матрична структура

Використовується також комбінація цих двох груп.

У разі організації робочої групи персонал виконує роботи з проекту повний робочий день. Усі працівники безпосередньо підпорядковуються менеджеру проекту. Принцип робочої групи найбільш придатний, якщо масштаби проекту і тривалість його виконання достатні для того, щоб завантажити роботою весь персонал проекту. В ідеальному випадку весь персонал повинен розміщуватись в одному місці. Практика показує, що необхідність організації такого типу існує в тоді, коли кількість учасників перевищує 50 чоловік.

У матричній організації менеджер проекту, дехто з керівників та частка групи працюють над проектом протягом повного робочого дня, а інші працівники залучаються у разі необхідності. Матрична структура є структурою з відкритими зв’язками та подвійною відповідальністю виконавців усіх рівнів. Кожний виконавець має дві лінії відповідальності:

– за якісне виконання своїх функцій в цілому;

– за виконання окремої функції, яка впливає на результати роботи на окремому об’єкті.

Матрична організаційна структура ефективна в разі невеликих об’єктів, де неможливо забезпечити повне завантаження групи протягом цілого робочого дня.

10. Оцінка ризиків та їх страхування. Розглядаються наступні ризики:

– ризик затримки початку реалізації проекту;

– ризик несвоєчасного закінчення будівельно-монтажних робіт за проектом;

– ризик суттєвого збільшення кошторисної вартості проекту;

– ризик невиходу на заплановані показники зовнішньоекономічної діяльності у зв’язку із зміною експортної політики держави (введенням ліцензування, квотування, нових процедур митного регулювання, валютного регулювання);

– ризик зниження запланованого рівня ефективності діяльності та збільшення періоду окупності капіталу у зв’язку з державним регулюванням рівня цін, посиленням податкового регулювання.

За кожним із видів ризиків повинен визначатися їх рівень. Бажано також визначити загальний рівень ризику за інвестиційним проектом.

Відповідно до оцінки рівня окремого ризику викладають найбільш доцільні форми їх страхування:

– розробка відповідних профілактичних заходів для їх запобігання;

– розподіл негативних фінансових наслідків ризиків серед інвесторів та учасників, що залучені до реалізації проекту;

– створення відповідних резервних фондів;

– зовнішнє страхування найбільш суттєвих ризиків;

– отримання документальних гарантій захисту від окремих видів ризиків від місцевих органів самоуправління.

У цьому розділі розглядаються можливі форми виходу із інвестиційного проекту на будь-якому етапі його реалізації, якщо фактичний рівень ризику значно перевищить розрахунковий та суттєво вплине на ефективність інвестиційного проекту, що реалізується.

11. Фінансовий план. Це найбільш важливий розділ бізнес-плану, головний критерій прийняття інвестиційного проекту до реалізації. Складається із декількох етапів.

Для оцінки фінансової спроможності проекту необхідно спрогнозувати обсяг продаж, порівняти його з витратами за проектом та визначити джерела покриття можливих витрат.

Прогноз обсягів продажу є результатом комерційного аналізу і подається у вигляді таблиці (табл. 9.1).

Таблиця 9.1

Обсяг продажу (виручка від реалізації)

Найменування продукції

Фізичний обсяг реалізації, од.

Ціна продажу (грн. або USD)

Виручка від реалізації з ПДВ, акцизним збором

Обсяг ПДВ, акцизного збору

Чистий обсяг прода-жу

1

2

3

4=2\*3

5

6=4-5

Кожна цифра таблиці повинна бути обґрунтована, виходячи з того, що товар справді буде вироблено і продано за вказаною ціною. Виручка від реалізації означає загальний дохід від реалізації товарів (робіт, послуг) у грошовій формі.

Під час прогнозування обсягів реалізації враховується:

– час на збут – середній час між закінченням виробництва продукту і відвантаженням у днях;

– затримка платежів – середній час між відвантаженням та оплатою товару в днях.

Облік часу на збут і затримки платежів потрібні для більш точного планування грошових потоків і бухгалтерського балансу в часі, зокрема, для прогнозування нормальної дебіторської заборгованості;

– процент продажів за фактом – показує, який процент від суми реалізації продається з оплатою за фактом відвантаження;

– процент продажу у кредит – показує, який процент від суми реалізації продається з оплатою в кредит. При цьому планується строк кредиту в днях, надбавка до ціни при продажу в кредит у процентах, відстрочка першої виплати в днях, періодичність виплат;

– процент продажів з авансом – показує, який процент від суми реалізації продається з передоплатою. При цьому планується строк поставки після передоплати (за скільки днів до поставки товару виплачується аванс), знижка з ціни при продажу з авансом у процентах, частка авансу в ціні (який процент ціни виплачується за аванс).

Витримується співвідношення: RS=RF+RK+RA,

де RS – сума реалізації;

RF – реалізація за фактом;

RK – реалізація в кредит;

RA – реалізація авансом.

Відстрочка платежів і строки поставок після передоплати також необхідні для більш точного прогнозування грошових потоків і бухгалтерського балансу в часі. Для стимулювання продажу може використовуватися система знижок.

Ключовим питанням розрахунку потреб у фінансуванні є розрахунок капітальних витрат.

Під капітальними витратами розуміють усі витрати, які забезпечують підготовку і реалізацію проекту, включаючи формування або збільшення основних та оборотних коштів. Вони не мають на меті дати прибуток принаймні протягом року і є довгостроковими вкладеннями. Залежно від виду і форм капітальних витрат значення їх показників матиме різний економічний сенс. Якщо йдеться про створення нового підприємства, капітальні витрати розглядаються як вклад засновників у статутний фонд, якщо про проект у рамках діючого – як збільшення статутного фонду за рахунок залучених коштів акціонерів або як витрати, що погашаються за рахунок кредитів чи державних субсидій. Капітальні витрати не відносяться до валових витрат підприємства.

Типову структуру капітальних витрат наведено у таблиці 9.2.

Таблиця 9.2

Капітальні витрати проекту

№

Статті

Рік 1

Рік 2 і т.д.

0

Передінвестиційні дослідження і підготовчі роботи

1

Купівля землі, підготовка та освоєння земельної ділянки

2

Будівництво, будівлі і споруди

3

Машини і обладнання (автомобільний транспорт, меблі, побутові, електронні, оптичні, електромеханічні прилади та інструменти)

4

Захист навколишнього середовища

5

Технологія

6

Накладні витрати, у т. ч.

1. Створення компанії та організаційна діяльність

2. Управління проектом

3. Придбання і передача технології

4. Детальне проектування

5. Маркетинг і постачання

6. Здача підприємства в експлуатацію

7. Витрати на випуск цінних паперів

8. Інші накладні витрати

7

Непередбачені обставини

Разом капітальні витрати

Розрахунок потреби в оборотних коштах проекту. Щоб перейти до розрахунку залучення капіталу, необхідно розрахувати потребу в оборотних коштах проекту (ПСК) і мінімально необхідну суму коштів в обороті (МСД). Розрахунок ПСК потрібний для визначення мінімально необхідних оборотних коштів у грошовій та матеріальній формі, а розрахунок МСД – для забезпечення постійної платоспроможності для закупівлі всіх видів поточних активів, насамперед, товарно-матеріальних цінностей.

МСД розраховується за формулою:

МСД = Поточні грошові витрати \* Цикл обороту коштів (кількість днів між датою закупівлі сировини, матеріалів комплектуючих та датою надходження виручки від продажу готової продукції) / 360

Цикл обороту коштів визначається експертним шляхом при планування виробництва та збуту.

ПСК розраховується за формулою:

ПСК = МСД + Норматив запасів товарно-матеріальних цінностей (ТМЦ) + Нормальна дебіторська заборгованість (НДЗ).

ТМЦ = Прямі матеріальні витрати \* Цикл виробництва (кількість днів між датою закупівлі сировини, матеріалів, комплектуючих та датою відвантаження готової продукції)/360.

НДЗ = Чистий обсяг продажів \* Строк погашення дебіторської заборгованості/360.

Фінансовий план включає наступні відносно самостійні розділи (модулі):

– план прибутку;

– податковий план;

– баланс грошових потоків;

– прогноз бухгалтерського балансу;

– розрахунок показників ліквідності і рентабельності;

– розрахунок показників ефективності проекту.

План прибутку. План прибутку розробляється з метою розрахунку суми податку на прибуток підприємств. Необхідний для розрахунку валового, оподатковуваного та чистого прибутку – показників, які згодом використовуються для розрахунків рентабельності проекту.

План прибутку розраховується у чіткій відповідності до діючого законодавства, зокрема Закону «Про оподаткування прибутку підприємств».

Розрахунок податку на прибуток

№

Показники

Рік 1

Рік 2 і т. д.

1

Доходи від реалізації товарів (робіт, послуг)

2

Доходи від реалізації цінних паперів

3

Доходи від спільної діяльності у вигляді дивідендів

4

Доходи з інших джерел і від позареалізаційних операцій

А

Валовий дохід (1+2+3+4)

З валового доходу вираховуються:

5

Податок на додану вартість

6

Акцизний збір

7

Податок з доходів фізичних осіб

8

Прямі інвестиції

9

Реінвестиції

10

Додаткові пенсійні внески

11

Емісійний доход

12

Доходи від спільної діяльності та дивіденди, дохід за якими нарахований

13

Інші від’ємні надходження

Б

Скоригований валовий дохід (А-5, 6…13)

В

Валові витрати

Г

Амортизація

Д

Оподатковуваний прибуток (Б-В-Г)

Е

Податок на прибуток, %

Ж

Податок на прибуток (Д\*Е: 100)

Стаття «Доходи від реалізації товарів (робіт, послуг)» включає доходи всіх видів виробництв, які планується запустити в результаті реалізації проекту. Якщо проект передбачає надання банківських, страхових, фінансових послуг, торгівлю валютними цінностями, борговими зобов’язаннями та вимогами, то дана стаття включає доходи від цих операцій.

Стаття «Доходи від реалізації цінних паперів» включає всі доходи від операцій із цінними паперами, крім операцій з їх первинного випуску (розміщення) та остаточного погашення (ліквідації).

Стаття «Доходи від спільної діяльності та у вигляді дивідендів» включає планові доходи у вигляді дивідендів, одержаних від нерезидентів, а також у вигляді процентів, роялті, володіння борговими зобов’язаннями, від лізингових операцій.

Стаття «Доходи з інших джерел і від позареалізаційних операцій» включає планові доходи, які не включено до попередніх статей, наприклад, доходи від торгівлі деривативами, до яких відносяться форвардні та ф’ючерсні контракти, а також опціони. До доходів від позареалізаційних операцій належать:

– безоплатна фінансова допомога;

– повернення страхового резерву;

– відшкодування безнадійної дебіторської заборгованості;

– інші доходи, передбачені законодавством.

Валовий дохід включає загальну суму доходу від усіх видів діяльності, одержаного в грошовій, матеріальній та нематеріальній формі.

З валового доходу виключається податок на додану вартість, акцизний збір і податок із фізичних осіб. Їх заробітна плата в розрахунку прямих трудових витрат включає суму цього податку. З валового доходу виключаються також прямі інвестиції та реінвестиції.

Додаткові пенсійні внески означають спеціальні відрахування на пенсійні рахунки працівників підприємств.

Емісійний дохід – це сума перевищення доходів, одержаних підприємством від первинної емісії акцій та інших корпоративних прав над номіналом таких акцій (прав).

Якщо податки на доходи від спільної діяльності підприємств і дивіденди нараховані, вони виключаються з валового доходу.

Податковий план. Податковий план розробляється з метою розрахунку всіх видів податків і зборів, які фірма повинна сплатити у ході реалізації проекту.

Повний перелік податків і зборів (обов’язкових платежів) можна знайти в Законі України «Про систему оподаткування». Вони можуть змінюватися залежно від податкової політики держави.

1. Загальнодержавні податки і збори, які сплачуються при купівлі-продажу товару.

Податок на додану вартість. Метод розрахунку і базу оподаткування визначено Законом «Про податок на додану вартість». Податок може як включатися у ціну продажу, так і розраховуватися до ціни продажу, включаючи акцизний збір, ввізне мито та інші збори.

Акцизний збір – ставки у процентах до вартості у відпускних цінах, а за імпортними товарами – митної (закупівельної) вартості з урахуванням мита і зборів.

Мито і збори – ставка визначається у процентному співвідношенні до митної (закупівельної) вартості товару.

2. Загальнодержавні податки і збори, які пов’язані з заробітною платою і відносяться до валових витрат:

– збір на обов’язкове соціальне страхування;

– збір на обов’язкове державне пенсійне страхування;

– збір до Фонду для здійснення заходів з ліквідації наслідків Чорнобильської катастрофи та соціального захисту населення.

3. Загальнодержавні податки і збори, які не пов’язані із заробітною платою і відносяться до валових витрат:

– рентні платежі – диференційовані ставки;

– збір до Державного інноваційного фонду – ставка від чистого обсягу продаж;

– збір за забруднення навколишнього природного середовища – диференційовані ставки;

– збір за спеціальне використання природних ресурсів – диференційовані ставки;

– збір за геологорозвідувальні роботи, виконані за рахунок державного бюджету – диференційовані ставки;

– податок на промисел – диференційовані ставки.

4. Податок на прибуток підприємств – базова ставка 30 % до оподатковуваного прибутку.

5. Інші загальнодержавні податки за рахунок прибутку підприємств:

– податок на нерухоме майно;

– плата (податок) на землю – диференційовані ставки (Закон України «Про плату за землю»);

– плата за торговий патент – диференційовані ставки.

6. Податок на доходи фізичних осіб – розраховується за спеціальною шкалою.

7. Місцеві податки та збори.

Баланс грошових потоків. Розраховується з метою узагальнення всіх попередніх розрахунків обсягу продажів, витрат, податків, залучення капіталу. Його завдання;

– передбачити можливі «вузькі місця» в погашенні заборгованості;

– забезпечити необхідну суму коштів в обороті на певні дати;

– уточнити структуру капіталу проекту;

– підготувати показники для розрахунків ефективності проекту.

Баланс грошових потоків складається з трьох основних видів діяльності: операційної, інвестиційної та фінансової.

Розробка балансу грошових потоків полягає у зіставленні грошових залишків, надходжень і витрат протягом циклу проекту (табл. 9.3).

Таблиця 9.3

Плановий баланс грошових потоків (доходів і витрат)

№

Показники

Рік 1

Рік 2 і т.д.

1

Кошти на початок проекту

2

Надходження грошей:

А. Від операційної діяльності

2.1. Виручка від реалізації

Б. Від інвестиційної діяльності

2.2. Одержання інвестицій

2.3. Продаж активів

В. Від фінансової діяльності

2.4. Одержання короткострокової позики та кредити

2.5. Погашення короткострокової дебіторської заборгованості

2.6. Дивіденди від володіння корпоративними правами

2.7. Проценти від фінансових вкладень

2.8. Доходи від лізингу

2.9. Проценти від володіння борговими зобов’язаннями

2.10. Інші доходи від фінансових операцій

3

Разом надходження грошей (2.1 + 2.2 + 2.3 + 2.4 + 2.5 + 2.6 + 2.7 + 2.8 + 2.9 + 2.10)

4

Разом наявні кошти (1+3)

5

Грошові виплати:

А. За операційною діяльністю

5.1. Поточні грошові витрати, у т.ч.

5.1.1. Прямі матеріальні витрати

5.1.2. Прямі трудові витрати

5.1.3. Операційні витрати

5.2. Податки, у т.ч.

5.2.1. Податок на додану вартість

5.2.2. Акцизний збір

5.2.3. Податок на прибуток

5.2.4. Інші податки за рахунок прибутку

Б. За інвестиційною діяльністю

5.3. Капітальні грошові витрати

5.4. Реінвестиції

5.5. Портфельні інвестиції (фінансові вкладення)

В. За фінансовою діяльністю

5.6. Виплати з погашення довгострокових кредитів

5.7. Погашення короткострокової кредиторської заборгованості

5.8. Виплата дивідендів

5.9. Депозити

5.10. Інші виплати за фінансовими операціями

6

Разом грошові виплати на сторону (5.1 + 5.2 + 5.3 + 5.4 + 5.5 + 5.6 + 5.7 + 5.8 + 5.9 + 5.10)

Г. Фінансовий резерв

7

Кошти на кінець року (4-6-Г)

Грошовий потік за операційною діяльністю (2.1 – 5.1 – 5.2)

Грошовий потік за інвестиційною діяльністю

(2.2 + 2.3 – 5.3 – 5.4 – 5.5)

Грошовий потік за операційною та інвестиційною діяльністю

Грошовий потік за фінансовою діяльністю

(2.4 +…+2.10 – 5.4 – … – 5.10)

Грошовий потік за всіма видами діяльності (3 – 6)

Виручка від реалізації є основною вигодою від операційної діяльності – надходження грошей у касу та на рахунки підприємств.

Від інвестиційної діяльності виділяються дві вигоди: «одержані інвестиції» і «продаж активів». Інвестиційна діяльність трактується тут як діяльність щодо залучення коштів інвесторів для здійснення реальних інвестицій.

Одержані інвестиції є грошовими надходженнями від продажу підприємством цінних паперів і корпоративних прав.

Продаж активів є грошовими надходженнями від реалізації основних фондів, нематеріальних та інших активів.

Витратами за операційною діяльністю є поточні грошові витрати виробництва і збуту та податки, а за інвестиційною – капітальні грошові витрати.

Фінансова діяльність за проектом є більш різноманітною. Грошові надходження від фінансової діяльності пов’язані з кредитуванням, фінансовими вкладеннями, виплатами дивідендів і процентів, лізингом і т.п.

Грошові кошти на початок періоду передбачаються лише для проектів розвитку діючих підприємств.

У балансі грошових потоків рекомендується окремо виділяти показник «Фінансовий резерв».

У балансі грошових потоків здійснюються розрахунки кількох показників грошових потоків, які є різницею між надходженням та витратою коштів.

Прогноз бухгалтерського балансу. Бухгалтерський баланс прогнозується на кінець кожного року проекту, щоб можна було визначити «вузькі місця», розрахувати показники рентабельності й ліквідності.

Методика прогнозування заснована на оцінці руху коштів та інших активів і зміни пасивів. Прогнозування здійснюється на основі прогнозованого руху статей агрегованого балансу.

Розрахунок показників ліквідності й рентабельності. Ліквідність аналізується за допомогою показників наступних показників:

Таблиця 9.5

Показники

Алгоритм

Коментарії

Чисті оборотні активи

Поточні активи – поточні пасиви

Ліквідні активи

Поточні активи – товарно-матеріальні запаси

Показує, яка частина

оборотних активів може негайно перетворюватися у грошову форму і

використовуватися для погашення короткостроко-вих зобов’язань

Номінальна вартість власного капіталу (абсолютні)

Актив – нематеріальні активи – довгострокові пасиви – поточні пасиви

Показує, чим підприємство справді володіє на даний момент і в разі ліквідації

Поточний коефіцієнт покриття

Поточні активи – поточні пасиви

Найкраще коли поточний коефіцієнт вищий 2, але він не повинен бути нижчий 1. Нормальним вважається значення більше 1,5

Коефіцієнт кислотного

тесту

Ліквідні активи – поточні пасиви

Повинен бути не нижчий 1, інакше фінансовий стан підприємства оцінюється як незадовільний.

Коефіцієнт забезпеченості власного капіталу чис-тою номі-нальною вартістю акти-вів (відносні)

Номінальна вартість власного капіталу – чиста номінальна вартість активів

Не може бути більшим 1 і залежить

від частки нематеріальних активів в активах підприємства.

Рентабельність аналізується за допомогою системи показників «Каскад», а також показників рентабельності інвестицій, інвестованого капіталу, коефіцієнта операційного прибутку.

Аналіз рентабельності здійснюється на основі розрахунку показника чистого прибутку:

Таблиця 9.6

№

Показники

Сума

1

Виручка від реалізації

2

Податок на додану вартість

3

Акцизний збір

А

Чистий обсяг продажів (1-2-3)

4

Прямі матеріальні витрати

5

Прямі трудові витрати

6

Операційні витрати

7

Амортизація

Б

Поточні витрати (4+5+6+7)

В

Прибуток до виплати податків, дивідендів і процентів (А-Б)

8

Податок на прибуток

9

Інші податки за рахунок прибутку

10

Нараховані дивіденди, проценти, включаючи податок на дивіденди й проценти

Г

Чистий прибуток (В-8-9-10)

Аналіз рентабельності підприємства виконується на основі використання методу Дюпона.

1. Рентабельність власного капіталу (Return of Equity /ROE/) = Чистий прибуток / Власний капітал \*100 %

Рентабельність власного капіталу показує, яка віддача (норма прибутку) на вкладений власний капітал. Максимізація цього показника – головне завдання управління підприємством. Якщо чистий прибуток і власний капітал мають адекватну оцінку, то нормальною вважається рентабельність, не менше 20 %.

Для оцінки рентабельності власних вкладень на здійснення проекту рекомендується використовувати дещо іншу формулу розрахунків:

Рентабельність власного капіталу = Чистий прибуток / Власні кошти, вкладені в проект \* 100%.

2. Рентабельність активів (Return on Total Assets /ROA/) = Чистий прибуток / Активи \* 100%

Рентабельність активів показує, наскільки ефективно використовуються активи підприємства. Якщо чистий прибуток та активи мають адекватну оцінку, то нормальною вважається рентабельність не менше 14 %.

Для оцінки рентабельності проекту рекомендується використовувати і таку формулу:

Рентабельність капітальних витрат = Чистий прибуток / Капітальні витрати \* 100 %.

3. Коефіцієнт капіталізації (Capitalization Ratio/ CAP/ ) = Активи / Власний капітал \* 100 %

4. Рентабельність продажів (Return on Sales / ROS or MARGIN/) =Чистий прибуток / Виручка від реалізації \* 100 %

Рентабельність продажів показує, яку частку становить чистий прибуток у виручці реалізації. Нормальною вважається рентабельність не менше 30 %, в умовах високого податкового тиску – 15 %.

5. Оборотність активів (Total Assets Turnover / TAT/ O/) = Виручка від реалізації / Активи \* 100 %.

6. Рентабельність інвестованого капіталу (Return on Invested Capital /ROIC/) = Чистий прибуток / (Власний капітал + Довгострокові пасиви) \* 100%

Цей показник характеризує ефективність використання не тільки власного капіталу, а й довгострокових кредитів та позик. Якщо прийняти, що рентабельність власного капіталу не менше 20 %, а середня вартість довгострокових кредитів 8 %, співвідношення власного капіталу і довгострокових пасивів не менше 1, нормальною вважається рентабельність інвестованого капіталу не менше 14 %.

9.5. Маркетингове планування

Планування маркетингу – це логічна послідовність дій, яка призводить до визначення цілей маркетингу та складання планів їх досягнення. Для ефективного планування маркетингу необхідно забезпечити безперервний процес отримання інформації про зовнішнє оточення підприємства та діяльність його окремих підрозділів.

Метою маркетингу є визначення, створення та підтримка конкурентних переваг підприємства.

При розробці планів маркетингу необхідно дотримуватися наступних основних принципів:

– спочатку спланувати стратегічний план маркетингу, який повинен охоплювати період в 3-5 років, і тільки після його розробки та затвердження повинен розроблятися річний план маркетингу. Не рекомендується спочатку писати річний план, а потім займатися його екстраполяцією;

– для досягнення мети планування маркетингу необхідно розташувати його якомога ближче до споживача, організувати дії компанії ближче до груп замовників, ніж до функціональних напрямів діяльності компанії, і забезпечити планування маркетингу для кожної групи;

– для ефективного планування маркетингу необхідно забезпечити безперервний процес отримання інформації про зовнішнє середовище та стратегічні одиниці бізнесу компанії, який повинен стати основою маркетингової інформаційної системи компанії;

– інформація повинна підсумовуватися у SWOT-аналіз (strength – сила, weakness – слабкість, opportunity – можливість, threat – загроза). Інформація є основою для аудиту, на базі якого будується план маркетингу. Інформація повинна відповідним чином опрацьовуватися та оцінюватися для використання у плануванні при прийнятті рішень;

– менеджери повинні стимулюватися за використання у своїх звітах основних інструментів маркетингу: матричні моделі, PVC-аналіз (Product Life Circle – цикл життя товару), CVP-аналіз (Cost Value Profit – затрати, обсяг, прибуток).

Маркетинговий план (рис. 9.3) передбачає розробку планів діяльності кожного підрозділу підприємства щодо реалізації проекту. Цей план повинен відповідати на питання: хто, коли, де, що, за рахунок яких ресурсів та яким чином повинен виконувати технічні, виробничі та організаційні заходи щодо виконання проекту. Обсяг робіт на кожному етапі і в кожному підрозділі визначає бюджет маркетингу.

Процес планування маркетингу складається з наступних етапів.

1 етап – Аудит – аналіз місця фірми на ринках порівняно з основними конкурентами.

2 етап – Мета – розробка, виходячи з аудиту, реалістичного набору кількісних маркетингових і фінансових цілей, сумісних із загальними цілями компаніями.

3 етап – Стратегія – визначення широкої стратегії, що забезпечує досягнення цілей, та узгодження її із загальною стратегією компанії.

4 етап – Тактика – розробка детального тактичного плану дій, який здатний забезпечити виконання стратегії і досягнення поставлених цілей.

Аудит маркетингу є одним із елементів загального аудиту менеджменту, в який входять фінансовий аудит, аудит персоналу і виробничий аудит. При проведенні аудиту маркетингу менеджер має справу з двома типами факторів: перші – фактори оточення чи ринку, на які фірма не може впливати або впливає незначно (неконтрольовані фактори); інші – операційні фактори, які фірма може проконтролювати в більшій чи меншій мірі. Неконтрольовані фактори поділяються на макрооточення (політичні, економічні, соціальні і технологічні), що впливає на бізнес, та мікрооточення (замовники, конкуренти, дистриб’ютори і партнери), що впливає на положення фірми на конкретних ринках.

Аудит маркетингу (при виконанні його належним чином) – досить складна процедура, що вимагає багато зусиль і часу. Тому більшість фірм надають перевагу менш детальному аналізу ефективності маркетингу, що об’єднується з наступним SWOP-аналізом.

SWOТ-аналіз систематизує дані аудиту і представляє їх у вигляді оцінки основних сильних і слабких сторін підприємства порівняно з конкурентами та списку можливостей і загроз, що виникають внаслідок змін в мікро- і макрооточенні. Для оцінки сильних і слабких сторін формулюються ключові фактори успіху (КФУ), тобто фактори, що мають вирішальне значення для досягнення успіху на ринках. Кожному з них призначається вага, яка відповідає ступеню його важливості серед усіх визначених факторів. Потім для підприємства і декількох основних конкурентів проставляються оцінки за кожним фактором і вибраною шкалою та вираховується сумарна зважена оцінка.

Аналіз сильних і слабких сторін

КФУ

Вага

Ваша фірма

Конкурент А

Конкурент Б

Конкурент С

1

2

3

4

5

Зважена оцінка

Основні, незалежні фактори, які значно впливають на бізнес сьогодні чи можуть суттєво вплинути в майбутньому, зручно розмістити у вигляді таблиці.

Можливості та загрози

№

Можливості

Загрози

1

2

3

4

При проведенні аудиту маркетингу в незалежності від експертних оцінок SWOT-аналізу необхідно забезпечити можливість проведення кількісного сегментного аналізу прибутковості.

Мета маркетингу повинна повністю відповідати корпоративним цілям, які необхідно чітко сформулювати в кількісній формі та мати їх певний фінансовий еквівалент.

Після встановлення мети починається аналіз стратегій, яка б забезпечила її досягнення. Починається з Gap-аналізу (аналізу щілини) для обсягу продаж і/чи прибутку і стратегії Анзоффа, що з нього випливає.

Gap-аналіз починається з прогнозу поточного стану фірми на період, що планується, за допомогою експертних оцінок чи математичних прогнозних методів. Експертним оцінкам у певному випадку надається перевага, бо вимагається отримати прогноз на декілька років вперед. Прогноз дає крапку А на графіці Gap-аналізу (рис. 9.4).

Метою маркетингового планування є досягнення максимального обсягу продаж (точка Е на графіку). Щоб закрити прошарок (gap) до крапки В (операційний прошарок) достатньо покращити продуктивність операційної діяльності компанії без зміни її стратегії.

Щоб піднятися вище крапки В, необхідно змінити стратегію дій фірми на ринках (нова стратегія В-Е).

Рис. 9.4. Графік Gap-аналізу

В умовах зростаючих ринків стратегію можна розглянути за допомогою матриці Анзоффа (рис. 9.6).

Рис. 9.5. Матриця Анзоффа

Із матриці Анзоффа (товар/ринок) витікають основні стратегічні рекомендації.

1. Розробка ринку – посилення заходів маркетингу для наявних товарів на наявних ринках із метою стабілізації чи розширення частки ринку або збільшення його обсягу. Можливі шляхи досягнення – збільшення споживання; залучення покупців конкуруючих товарів, активізація прихованих потреб. Прогнозований у результаті цих заходів обсяг продаж дає точку С на цільовому графіку.

2. Розширення ринку – вихід із старими товарами на нові ринки (можливі варіанти): збут на нових регіональних, національних чи інтернаціональних ринках; розширення функцій товарів; нові галузі застосування для традиційного товару; варіації товару з метою його пристосування до вимог певних споживачів (сегментація ринку).

3. Розвиток товару – продаж товару на старих ринках. Сумарний прогнозований обсяг продаж у результаті заходів стратегії дає крапку D на цільовому графіку.

4. Диверсифікація – підприємство відхиляється від вихідних сфер діяльності і переходить до нових. Причинами можуть бути: стагнуючі ринки, бажання зменшити ризики, фінансові вигоди, страхування постачальницької бази.

Виробнича програма включає продукти, які не мають прямого зв’язку з попередніми товарами фірми. Розрізняють три форми диверсифікації:

– диверсифікація на тому ж рівні (горизонтальна);

– диверсифікація на збутові чи постачальні ринки (вертикальна);

– побічна диверсифікація (без порушення суттєвих виробничих взаємозв’язків).

Для класифікації товарів за їх ринковою часткою застосовується матрична модель Бостонської консалтингової групи (BCG) (рис. 9.5).

Рис. 9.6. Матрична модель Бостонської консалтингової групи

Матриця 2x2 заснована на наступних припущеннях.

1. Прибуток і капітали збільшуються із зростанням частки ринку в результаті дії ефектів масштабу і досліду (ефекти зниження собівартості продукції за рахунок більших обсягів виробництва і накопиченого в результаті виробництва досвіду).

2. Із зростанням обсягу продаж необхідні грошові кошти для збільшення оборотного капіталу і приросту потужностей.

3. Для збільшення частки ринку звичайно вимагаються кошти на впровадження тактики завоювання чистки ринку.

4. У міру досягнення товаром стадії зрілості зростання його уповільнюється, і додаткові кошти можуть отримуватися без зменшення частки фірми на ринку; ці засоби можна спрямувати на розвиток товарів, які знаходяться на стадії зростання.

Матриця поділяється на чотири частини, які відповідають різним типам бізнесу із різними характеристиками отримання і витрачання грошових коштів.

BCG запропонувала наступну класифікацію і відповідні стратегічні рекомендації

1. Знаки запитання (невелика частка, швидке зростання) – SBU (стратегічні бізнес одиниці), які мають низьку частку на ринках, що швидко зростають. Маються на увазі продукти, які знаходяться на початковій стадії циклу життя. Для збільшення частки ринку вони вимагають великих інвестицій. Найчастіше фінансові затрати на них значно перевищують дохід, який вони приносять. Тому керівництво повинно вирішити питання про можливість продовження їх інвестування або ліквідації, звідки і назва.

2. Зірки (значна частка, швидке зростання) – SBU, які займають велику частку ринку, що швидко зростає. Мова йде про товари на стадії зростання. Більша частка доходів від них товарами йде на покращання їх власної позиції. З уповільненням зростання ринку «зірки» можуть стати «дійними коровами».

3. Дійні корови (значна частка, повільне зростання) – продукти, що досягли стадії зрілості. За рахунок значної частки ринку вони мають найбільшу економію в затратах і приносять підприємству найбільший прибуток, який можна спрямувати на розвиток інших SBU (продуктів).

4. Собаки (невелика частка, повільне зростання) – продукти, що досягнули стадії зрілості і занепаду. Поки вони дають прибуток, його слід інвестувати в «зірки» і «знаки запитання». При загрозі збитковості їх знімають з виробництва, якщо не має стратегічних міркувань щодо зростання ринку.

Матрицю BCG можна побудувати на основі:

– експертних оцінок;

– кількісних даних, отриманих із фінансової звітності компанії;

– за допомогою методів статистичного опрацювання даних.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Назвіть види реальних інвестицій.

2. У чому полягає необхідність реальних інвестицій?

3. Назвіть основні результати капітальних вкладень.

4. Наведіть класифікацію реальних інвестицій.

5. Від чого залежить обсяг залучених інвестицій?

6. Охарактеризуйте життєвий цикл інвестиційного проекту.

7. Дайте визначення робіт, які відносяться до різних фаз і стадій циклу інвестиційного проекту.

8. Які можуть бути причини відхилення інвестиційного проекту?

9. З яких розділів складається техніко-економічне обґрунтування (ТЕО) інвестиційного проекту?

10. Охарактеризуйте бізнес-план інвестиційного проекту.

11. Що включає фінансовий план інвестиційного проекту?

12. Охарактеризуйте податковий план інвестиційного проекту.

13. Як розраховуються показники ліквідності та рентабельності?

14. Охарактеризуйте маркетингове планування.

Тести для проведення контролю

1. До реальних інвестицій (інвестиції у виробничі фонди) належать:

а) вкладення в основний капітал виробничих підприємств та інвестиції, спрямовані на збільшення прибутку;

б) інвестиції, спрямовані на зростання матеріально-технічних запасів; вкладення в основний капітал виробничих підприємств та інвестиції, спрямовані на зростання матеріально-технічних запасів;

г) інвестиції, спрямовані на збільшення обігових коштів.

2. Експертиза проекту:

а) повинна забезпечити детальний аналіз усіх аспектів проекту;

б) повинна забезпечити економічний аналіз наслідків реалізації проекту;

в) це висновок за окремими розділами проекту (виробничим, маркетинговим, фінансовим).

3. Маркетингова стратегія при розробці інвестиційного проекту:

а) аналіз попиту;

б) аналіз попиту та конкуренції;

в) дослідження ринку та розробка стратегії поведінки фірми (підприємства) на ринку після реалізації проекту.

4. Строк життя проекту:

а) тривалість будівництва (монтажу обладнання);

б) середньозважений строк служби основного обладнання;

в) розрахунковий період, тривалість якого визначається з урахуванням строку повернення вкладеного капіталу та вимог інвестора.

5. Техніко-економічне обґрунтування інвестицій – це:

а) документ, що містить обґрунтування доцільності та ефективності інвестицій у проект;

б) документ, в якому деталізуються та уточнюються рішення, що прийняті на передінвестиційній фазі;

в) метод вибору стратегічних рішень.

6. Життєвий цикл (фази) проекту:

а) задум – розробка концепції та ТЕО – виконання проектно- кошторисної документації – будівництво та введення в експлуатацію;

б) теж саме, що й (а) плюс експлуатаційна фаза;

в) теж саме, що й (б) плюс ліквідаційна фаза.

Глава 10. Діагностика прийняття інвестиційних рішень

10.1. Фінансово-математичні основи інвестиційного проектування.

10.2. Загальна характеристика критеріїв та методів оцінки реальних інвестиційних проектів.

10.3. Період окупності проекту.

10.4. Облікова норма дохідності.

10.5. Чиста теперішня вартість.

10.6. Внутрішня норма рентабельності.

10.7. Індекс прибутковості.

Ключові слова: інфляція, ризик, схильність до ліквідності, складний процент, компаундування, дисконт, множник дисконтування, контрактна норма прибутковості, облікова дохідність, чиста дисконтна вартість, внутрішня ставка дохідності, індекс прибутковості, джерела фінансування інвестицій, страхова премія, ставка дисконту, період окупності інвестиційного проекту, дисконтний період окупності, облікова норма дохідності, чиста теперішня вартість, дисконтна цінність інвестиційного проекту, абсолютна ефективність інвестицій, внутрішня норма рентабельності, модифікована внутрішня норма рентабельності.

10.1. Фінансово-математичні основи інвестиційного проектування

Інвестори віддають перевагу грошам, які є сьогодні, а не тим, що будуть завтра, бо гроші сьогодні надають їм можливість робити з них ще гроші. Окрім того, слід пам’ятати, що гроші втрачають свою вартість під впливом наступних факторів.

1) Інфляція – купівельна спроможність грошей сьогодні вища, ніж буде завтра, внаслідок загального підвищення цін.

2) Ризик – невпевненість, можливість не отримати запланований прибуток і навіть втратити інвестований капітал. Як невпевненість зростає відповідно до тривалості прогнозованого періоду, так зростає і ризик. Відповідно зменшується сподівана вартість грошей.

3) Схильність до ліквідності – вкладаючи гроші в придбання будь-яких активів, інвестор втрачає стовідсоткову ліквідність, яку мають тільки гроші. Інвестори схильні до ліквідності, а тому віддають перевагу наявним грошам, замість вкладення їх у справу. Інвестори, вкладаючи гроші у справу, сподіваються на високу винагороду як компенсацію за втрату ліквідності, і це також впливає на зміну вартості грошей у часі.

В інвестиційній практиці, як правило, необхідно порівнювати суму грошей, що вкладається в проект, із сумою, яку інвестор сподівається отримати після завершення інвестиційного періоду. Для порівняння суми грошових коштів під час їх вкладання з сумою, яка буде одержана, використовують поняття майбутня та теперішня вартість грошей.

Майбутня вартість грошей – це та сума, в яку повинні перетворитись через визначений час вкладені сьогодні під процент гроші.

Розрахунок майбутньої вартості грошей пов’язаний із процесом нарощування (компаундування) початкової суми.

Нарощування – це збільшення початкової суми грошей шляхом приєднання до неї суми процентних платежів.

Для розрахунку майбутньої вартості грошей використовується формула складних процентів:

FV = P(1+r)n ,

де: FV (Future value) – майбутня вартість грошей; Р (present value) – початкова вкладена сума; r – ставка відсотків або ставка дохідності; n – кількість періодів, за якими нараховуються проценти; (1+r)n – множник нарощування (компаундування).

Складний процент – це сума доходу, яку отримає інвестор у результаті інвестування певної суми грошей за умов, що простий процент не сплачується наприкінці кожного періоду, а додається до суми основного вкладу і в наступному періоді також приносить дохід.

Процентна ставка використовується не тільки як інструмент нарощування вартості грошових коштів, але і як норма дохідності інвестиційних операцій.

Множник нарощування (компаундування) – майбутня вартість 1 долара, залишеного на рахунку під відсоткову ставку на даний період.

Приклад. Банк сплачує 5% річних за депозитним вкладом. Відповідно до формули майбутньої вартості грошей $100, які покладені на депозит сьогодні, через рік дорівнюватимуть:

FV1= $100 (1+0,05) = $105

Якщо необхідно залишити цю суму на депозиті ще на один рік, то наприкінці другого року розмір вкладу становитиме:

FV2= $105(1+0,05) = $110,25,

або за формулою:

FV2 = P (1+r)2 = $100(1+0,05)2 = $ 110,25.

Теперішня (сучасна) вартість грошей – це сума майбутніх грошових надходжень, приведених до сучасного моменту, з урахуванням процентної ставки або норми дохідності.

Теперішня вартість грошей розраховується за формулою:

PV = ,

де: PV (present value) – теперішня вартість грошей.

Приклад. Припустимо, що інвестор хоче отримати $200 через 2 роки. Яку суму він повинен покласти на депозит сьогодні, якщо ставка проценту становить 5 %? Це можна визначити за допомогою формули:

PV2 = = $181,4.

Розрахунок теперішньої вартості грошей називається процесом дисконтування майбутньої вартості грошей. З формули випливає, що дисконтування – процес, зворотний нарощуванню. Величина r називається ставкою дисконту або просто дисконтом, а величина (1+r)n – множником дисконтування.

Дисконт – це процентна ставка, яка застосовується до грошових сум, які інвестор планує отримати в майбутньому, для того, щоб визначити розмір інвестицій у теперішній час. При визначенні дисконтних ставок враховують такі принципи:

– з двох майбутніх надходжень вищу дисконтну ставку матиме те, що надійде пізніше;

– чим нижчий визначений рівень ризику, тим нижчою повинна бути ставка дисконту;

– якщо загальні процентні ставки на ринку зростають, зростають і дисконтні ставки.

Дисконт може зменшитись, якщо існує перспектива ділового підйому, зниження інфляції та процентних ставок. Якщо зменшується дисконт, то зростає теперішня вартість майбутніх доходів.

Множник дисконтування – поточна вартість 1 долара за період n, дисконтована на відсоток r за кожний період.

Розрахунок майбутньої та теперішньої вартості грошей можна здійснити за допомогою звичайного або фінансового калькулятора, а також фінансових таблиць, які наведені у додатках до даного підручника. У фінансових таблицях по горизонталі вказані ставки процентів, а по вертикалі – номер періоду, На перетині цих значень можна знайти величину відповідно множника нарощування або дисконтування.

Таким чином, будь-яку суму грошей можна розглядати як майбутню або теперішню вартість грошей. При цьому вартість грошей у майбутньому арифметично завжди більша. Визначення теперішньої вартості грошей є важливим для прийняття рішення щодо вибору альтернативних варіантів інвестиційних проектів.

Очевидно, якщо існує два різні проекти з однаковим періодом реалізації, але різними дисконтними ставками, то можна визначити їх теперішню вартість і порівняти, який із них доцільно вибрати.

Розрахунок впливу інфляції при визначенні майбутньої та теперішньої вартості грошей

В інвестиційній практиці необхідно постійно враховувати вплив інфляції, яка з плином часу знецінює грошові кошти.

Для коригування вартості грошових потоків під впливом інфляції використовують такі терміни, як номінальна та реальна сума грошових коштів.

Номінальна сума грошових коштів не враховує зміни покупної спроможності грошей.

Реальна сума грошових коштів – це оцінка номінальної суми з урахуванням зміни покупної спроможності грошей під впливом інфляції.

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

– при коригуванні нарощеної суми грошових коштів;

– при формуванні ставки проценту (з урахуванням інфляції), що використовується для нарощування та дисконтування;

– при прогнозі рівня доходів від інвестицій, що враховують темпи інфляції.

Для того, щоб оцінити інфляцію використовують два основних показника:

– Т – темп інфляції, тобто приріст рівня цін за період (наприклад, за рік), %;

– I – індекс інфляції, який розраховується як частка від одиниці і дорівнює 1+Т.

Коригування нарощеної суми з урахуванням інфляції здійснюється за формулою:

FVр = FVn /In,,

де: FVр – реальна майбутня вартість грошей з урахуванням інфляції; FVn – номінальна майбутня вартість грошей; In – індекс інфляції за період, що аналізується.

Вищенаведену формулу можна записати по-іншому:

FVр = = .

Тобто номінальна сума грошей зменшується в (1+Т)n рази, у відповідності до зменшення купівельної спроможності грошей. При цьому вважається, що темп інфляції зберігається стабільним по роках. Якщо темп інфляції змінюється кожен рік, то треба для кожного року здійснювати розрахунки окремо.

Приклад. Номінальна ставка процентів – 50 %, очікуваний темп інфляції за рік – 40 %. Необхідно визначити майбутню вартість інвестицій у розмірі 200.000 грн. через 2 роки.

FV2 = 200000 = 229000

Загальним правилом при врахуванні інфляції є r>T, тобто норма дохідності за інвестиціями повинна бути більшою, ніж темп інфляції. У цьому разі реальна майбутня вартість грошей збільшиться, незважаючи на інфляцію.

Взаємозв’язок між номінальною та реальною процентними ставками розглянемо на прикладі.

Приклад. Припустимо, що інвестору обіцяють реальну прибутковість його вкладень у розмірі 10 %. Це означає, що при інвестуванні 1000 грн. через рік він отримає: 1000(1+0,10) = 1100 грн. Якщо темп інфляції складає 25 %, то інвестор коригує цю суму відповідно до інфляції: 1100(1+0,25) = 1375 грн. Загальний порядок розрахунку може записуватися наступним чином:

1000 (1+0,10)(1+0,25) = 1375 грн.

Для розрахунку контрактної норми прибутковості можна використовувати формулу:

rр = r + Т + r T,

де: rр – реальна (контрактна) процентна ставка прибутковості; Т – темп інфляції; величина r+ rT – інфляційна премія.

Часто можна зустріти більш просту формулу, яку можна застосовувати у випадку незначних темпів інфляції:

rр = r + Т.

Оскільки прогнозування темпів інфляції є досить складним процесом, що пов’язаний із значною кількістю невизначених факторів, тому часто для врахування впливу інфляції суми грошових коштів, що підлягають поверненню, просто перераховуються з національної валюти в одну із найбільш твердих валют. Перерахунок здійснюється за курсом НБУ на момент проведення розрахунків. У цьому разі нарощування та дисконтування здійснюються без урахування інфляції. Наприклад, при інвестуванні за рахунок кредитів комерційного банку в якості дисконту приймається процентна ставка валютного кредиту цього банку.

Нарощування та дисконтування нерівномірних грошових потоків

У процесі інвестування фінансові менеджери, як правило, розраховують не окремі суми, а грошові потоки (Cash- Flow).

Обчислення нарощених і дисконтних сум грошових коштів здійснюється шляхом використання формул майбутньої і теперішньої вартості грошей для кожного елементу грошового потоку.

Елемент грошового потоку позначають як СFk , де k – номер періоду, за який отримано грошовий потік.

Використовуючи формулу майбутньої вартості для кожного елементу грошового потоку від «0» до «n», отримаємо майбутню вартість грошового потоку:

CFn = CF1(1+r)n-1 + CF2(1+r)n-2 + …+CFn(1+r)n-k = ,

де: r – кількість періодів, що аналізуються; k – номер періоду.

Майбутня вартість нерівномірних грошових потоків (іноді її ще називають кінцевою вартістю) визначається за допомогою компаундування кожної виплати наприкінці періоду аж до припинення виплат, і потім – додавання майбутніх вартостей.

У деяких фінансових калькуляторах є кнопка «NFV» (чиста майбутня вартість). Після введення показників готівки і відсоткової ставки у пам’ять калькулятора, за її допомогою можна отримати значення майбутньої вартості усього потоку.

Теперішня вартість нерівномірних грошових потоків визначається як сума поточних (теперішніх) вартостей окремих грошових потоків за допомогою формули:

PV = +

де: r – кількість періодів, що аналізуються; k – номер періоду.

10.2. Загальна характеристика критеріїв та методів оцінки інвестиційних проектів

Завданням внутрішньої інвестиційної діяльності підприємства є вибір найефективніших напрямів вкладення коштів для поліпшення внутрішніх і зовнішніх умов його функціонування. Один із цих напрямів – діагностика доцільності реальних інвестицій у підприємство. Мета таких капіталовкладень – розвиток потенціалу підприємства: підвищення гнучкості виробничого профілю (постійне приведення асортименту виробів у відповідність із ринковим попитом), нарощення різних видів ресурсів (технічних, технологічних, інформаційних тощо), створення товарно-матеріальних запасів. Для того, щоб вистояти в умовах конкуренції, підприємство повинно постійно спрямовувати кошти (власні або залучені) на закупівлю матеріальних цінностей, необхідних для оновлення, диверсифікації виробництва. При цьому інвестиції можуть бути різні – від вкладання ресурсів у ремонт обладнання до таких, що спрямовані на розробку нового технологічного процесу, виробу тощо.

Для формування ефективних стратегічних і тактичних програм підприємству необхідно постійно проводити діагностику запропонованих проектів і спрямовувати її, насамперед, на перспективу (хоча результати ретроспективної діагностики стану інвестиційної діяльності об’єкта теж беруться до уваги).

Якість діагностичного аналізу залежить від обраних критеріїв оцінки прийняття інвестиційних рішень, тобто наскільки вагомим є комплекс факторів, що використовуються під час досліджень, і наскільки правильно враховується їх можливий вплив на прийняття конкретного інвестиційного рішення.

Увесь комплекс факторів можна поділити на три групи:

– фактори, вплив яких вимірюється кількісно, – кількісні критерії прийняття інвестиційних рішень;

– фактори, вплив яких вимірюється кількісно лише частково;

– якісні фактори, вплив яких зовсім не можна вимірити кількісно.

Серед кількісних факторів оцінки ефективності інвестиційної діяльності сьогодні найбільшого поширення отримали наступні показники.

1. Період окупності ( Payback Period). Показник визначає, скільки потрібно часу, щоб інвестиції дали прибуток, який дорівнює витратам. Показник-аналог – дисконтний період окупності, тобто окупність із використанням поточної вартості.

Критерій 1. Проект схвалюється, якщо період окупності не перевищує встановленого періоду.

2. Облікова дохідність ( Accounting Rate of Return – ARR) або дохідність інвестицій (Return on Investment – ROI). Визначається як відношення чистих грошових надходжень без урахування амортизації до суми початкових інвестицій.

Критерій 2. Проект схвалюється, якщо норма дохідності відповідає вимогам інвестора.

3. Чиста дисконтна вартість (Net Present Value – NPV) – сума дисконтованих фінансових підсумків (різниця між сумою надходжень і витрат капіталу) за всі роки реалізації проекту, враховуючи дату початку інвестицій.

Критерій 3. Проект приймається, якщо NPV > 0.

4. Внутрішня ставка дохідності (Internal Rate of Return – IRR). Показує цінність інвестицій (у відсотках). Це ставка дисконту, за якої віддача від інвестиційного проекту дорівнює початковим інвестиціям у проект.

Критерій 4. Порівнюється IRR проекту з NPV проектів, що мають однаковий ризик. Проект можна прийняти, якщо IRR альтернативних проектів менша.

5. Індекс прибутковості PI (Profitability Index) – відношення віддачі капіталу до вкладеного капіталу.

Критерій 5. Проект приймається, якщо PI > 1.

Щодо факторів, вплив яких можна виміряти кількісно лише частково, то головні напрями проведення діагностики наступні:

– аналіз впливу інфляції. При цьому потрібно враховувати різний вплив інфляції на окремі статті, з яких складаються очікувані грошові потоки;

– аналіз впливу фактору «ерозія продажу», що виникає тоді, коли на ринок надходить новий товар, схожий на вже існуючий. У результаті виникають зміни в реалізації останнього. Аналіз «ерозії продажу» необхідний для того, щоб вирішити, чи варто підприємству виготовляти новий товар;

– аналіз природи асигнувань на накладні витрати. Він потрібен, оскільки асигнування мають подвійну природу. Наприклад, якщо підприємство спрямовує свої кошти на проекті накладні витрати, то це не є додатковими витратами і не входить до очікуваних грошових потоків. Водночас, якщо проект потребує обов’язкових накладних витрат, то вони зараховуються до суми грошового потоку. Аналіз природи витрат дозволяє зробити правильний вибір їх категорії. Це може суттєво вплинути на майбутнє визначення ефективності інвестиційного проекту, що досліджується;

– аналіз джерел фінансування інвестицій. Їх наявність для одного з проектів зовсім не означає можливості фінансування іншого проекту (наприклад, наявність цільових капіталовкладень). Проте повна відсутність фінансових можливостей робить абсолютно нереальним будь-який проект;

– аналіз ступеня ризику інвестиційного проекту. Наявні кількісні методи визначення ризику досить прості, однак не позбавлені недоліків. Тому доцільно використовувати й експертні методи оцінки. Обидва методи можуть використовуватися комбіновано.

Оцінка впливу якісних факторів – один із найскладніших напрямів діагностики. Комплекс якісних факторів такий різноманітний, кожний інвестиційний проект настільки особистий, що принципово неможливо чітко визначити усі напрями діагностики. Однак, узагальнюючи, можна визначити наступні напрями якісного діагностичного аналізу:

– аналіз відповідності інвестиції цілям підприємства;

– аналіз відповідності інвестиції стратегії і тактиці підприємства. Формування інвестиційного портфеля підприємства пов’язане не тільки з вибором найприбутковіших і найменш ризикованих проектів, а й таких, що максимально відповідають загальній економічній стратегії підприємства;

– аналіз ризику інвестицій та комплексу побічних факторів, що впливають на рівень ризику. Діагностика ризику, пов’язаного з інвестиціями, найбільше відображає вплив невизначеності внутрішнього та зовнішнього стану підприємства на прийняття інвестиційних рішень. Тому аналіз ризику пов’язаний з дослідженнями широкого кола якісних факторів. Наприклад, у ході формування портфеля інвестицій доцільно обирати проекти, які мають негативну кореляцію, оскільки ризики від цих проектів компенсують один одного.

Щодо ступеня ризику, то необхідно враховувати і такий якісний фактор, як характеристика галузі, до якої належить підприємство. Він важливий, бо комерційний ризик є відображенням надійності прибутків, які оцінюють галузь у цілому.

Наприклад, виробничий ризик характеризує саме рівень підприємства. Відповідно до цього потрібно враховувати здатність підприємства реагувати на зміни у ринковому попиті щодо власної продукції. Чим вищій поріг рентабельності підприємства (вищі його постійні витрати), тим слабше воно реагуватиме на зміни в економічному середовищі, тим вища страхова премія, яку нав’язують йому кредитори. Щодо фінансового ризику, то відповідно до зростання частки боргів у структурі капіталу підприємства зростає і його страхова премія.

Розгляд трьох наведених груп факторів свідчить, що діагностика матиме найбільші результати, якщо охопить комплекс усіх факторів – як якісних, так і кількісних. Нажаль, навіть у країнах з високорозвиненою ринковою економікою, з великим досвідом фірм у галузі інвестиційної діяльності майже відсутній апарат досліджень для якісного аналізу, тому в сучасній практиці здебільшого застосовуються кількісні методи діагностики, які ґрунтуються на нових методичних розробках.

Сукупність кількісних методів, що використовуються для оцінки ефективності інвестицій, можна поділити на дві групи: динамічні (які враховують фактор часу) і статичні (облікові). Класифікація методів оцінки згідно з цим критерієм наведена на рис. 10.1.

Рис. 10.1. Класифікація кількісних методів оцінки інвестиційних проектів

Динамічні методи також називають дисконтними, бо вони базуються на визначенні теперішньої вартості (дисконтуванні) грошових потоків, що створюють інвестовані кошти.

На показники ефективності суттєво впливають інфляція та ризик, але в подальшому використовуватимемо поняття ставка дисконту, маючи на увазі, що величина дисконту враховує ці фактори.

Використання кількісних критеріїв оцінки ефективності інвестиційних проектів допомагає аналітику прийняти, схвалити або змінити проект. Вибір конкретного критерію для висновку про ефективність проекту залежить від певних чинників:

– наявної ринкової перспективи;

– існування обмежень на ресурси для фінансування проекту;

– коливань грошових потоків та можливості одержання прибутку.

10.3. Період окупності проекту

(Payback Period – PBP)

Період окупності проекту – це час, який потрібен для того, щоб сума надходжень від реалізації проекту відшкодувала суму витрат на його впровадження. Період окупності звичайно вимірюється в роках або місяцях.

Приклад. Для реалізації проекту необхідні початкові інвестиції в розмірі 250 млн. гривень. Менеджери планують отримувати від реалізації проекту щорічні надходження в розмірі 90 млн. гривень. Строк окупності цього проекту може розраховуватися наступним чином:

PBP = = року,

де II (Initial investment) – сума інвестицій (витрат); ACI (Annual cash inflow) – щорічні надходження.

Цей показник використовується переважно в промисловості. Він вказує кількість років, потрібних для відшкодування капітальних витрат із чистих сумарних доходів проекту. Критерій прямо пов’язаний із відшкодуванням капітальних витрат у найкоротший період часу і не сприяє проектам, які дають великі вигоди лише згодом.

Загальне правило прийняття проектів за критерієм PBP: з альтернативних проектів приймається той, що має менший період окупності.

Оцінка періоду окупності є різновидом розрахунку точки беззбитковості, бо після закінчення строку окупності проект починає приносити вигоди. Але цей показник має один істотний недолік – він не може слугувати за міру прибутковості, оскільки не враховуються грошові потоки після строку окупності, а також вартість капіталу проекту.

Для того, щоб позбавитись цих недоліків використовують показник дисконтного періоду окупності (Discount payback period – DPB). При цьому розрахунки здійснюються з використанням дисконтних грошових потоків.

Приклад. Підприємство інвестувало на будівництво готелю 40 млн. гривень і планує отримувати від експлуатації готелю відповідно:

1-й рік – 35 млн. грн.;

2-й рік – 60 млн. грн.;

3-й рік – 80 млн. грн.;

4-й рік – 100 млн. грн.

Для розрахунку періоду окупності інвестицій візьмемо ставку дисконту в розмірі 100 %. Дисконтування грошових потоків проведемо за формулою:

,

де СFt – грошовий потік ( чисті грошові надходження) за рік t;

r – ставка дисконту;

t – рік, за який отримано грошовий потік.

Таблиця 10.1

Грошові потоки

Початкові інвестиції (витрати)

Надходження

0

1

2

3

4

Чистий грошовий потік

- 40 млн.

35 млн.

60 млн.

80 млн.

100 млн.

Чистий дисконтний грошовий потік

17,5 млн.

15 млн.

10 млн.

6,25 млн.

Накопичений чистий дисконтний грошовий потік

-22,5 млн.

-7,5 млн.

+3,5 млн.

Дисконтний період окупності

2,75 року

Накопичений чистий дисконтний грошовий потік є непокритою часткою початкової інвестиції. Щороку, в міру отримання прибутків від інвестицій, ця величина зменшується. З таблиці 10.1 видно, що наприкінці другого року непокритими залишились 7,5 млн. гривень. З цього випливає, що дисконтний період окупності становить два повних року і частину третього року.

Розрахунок здійснюється наступним чином:

DPB = 32 500 000 + = 2 + 0,75 = 2,75 року.

Показники PBP та DPB достатньою мірою характеризують ризик проекту і надають менеджеру важливу інформацію про строки, протягом яких гроші будуть пов’язані з цим проектом.

10.4. Облікова норма дохідності

( Accounting Rate of Return – ARR)

Розглянемо алгоритм розрахунку цього показника на прикладі.

Приклад. Планується інвестувати 1 млн. гривень у розширення автомобільного парку. Строк дії проекту становить 8 років, виходячи із строку експлуатації автомобільного транспорту. Щорічні надходження від експлуатації автомобілів становитимуть 250 тис. грн. Необхідно визначити рівень облікової дохідності (ARR). Розрахунок облікової норми дохідності (ARR) здійснюється в такій послідовності.

1. Розрахуємо норму амортизації:

= ,

де II– початкова вартість інвестицій; SV (Solvage Value) – остаточна вартість; Life – строк проекту.

= грн.

2. Облікова норма дохідності розраховується за формулою:

ARR = ,

де CIPY (Cash inflows per year) – щорічні грошові надходження; II (Initial Investment) – початкові інвестиції.

Переваги цього показника полягають в наступному:

– легко зрозуміти та розрахувати;

– враховує прибутковість проекту;

– є кількісний зв’язок із фінансовим становищем;

– враховує весь строк циклу проекту.

Недолік показника ARR полягає в тому, що він не враховує зміну вартості грошей у часі.

10.5. Чиста теперішня вартість

(Net Present Value – NPV)

Це найвідоміший критерій, що використовується найчастіше. У літературі зустрічаються й інші його назви: чиста наведена вартість, чиста наведена цінність, дисконтні чисті вигоди.

NPV є дисконтною цінністю проекту (поточною вартістю доходів або вигод від зроблених інвестицій), показником абсолютної ефективності інвестицій і дорівнює різниці між майбутньою вартістю потоку очікуваних вигод та поточною вартістю нинішніх і наступних витрат проекту протягом усього його циклу.

Для розрахунку NPV проекту необхідно визначити ставку дисконту, використати її для дисконтування потоків витрат та вигод і підсумувати дисконтні вигоди й витрати (витрати зі знаком мінус). При проведенні фінансового аналізу ставка дисконту звичайно є ціною капіталу для фірми. В економічному аналізі ставка дисконту є закладеною вартістю капіталу, тобто прибутком, який міг би бути одержаний при інвестуванні найприбутковіших альтернативних проектів.

Загальне правило прийняття проектів за критерієм NPV: якщо NPV 0, то проект можна рекомендувати для фінансування. Якщо NPV < 0 – проект не приймається.

Значення NPV = 0 означає, що надходжень від проекту достатньо для того, щоб забезпечити мінімальний рівень дохідності на інвестований капітал, тобто рівно стільки, щоб сплатити власникам капіталу плату за користування ним. Значення NPV > 0 означає, що надходжень від інвестицій вистачить не тільки для розрахунків із кредиторами та засновниками підприємства, але й на збільшення доходів акціонерів, а це, в свою чергу, призводить до зростання вартості акцій цієї компанії. Тому можна говорити про те, що вартість фірми складається з двох часток: 1) вартості активів; 2) вартості «можливостей росту», тобто проектів із NPV > 0.

Розрахунок NPV проводиться за формулами:

= – CFo,

або

,

де Вt – вигоди проекту в рік t; Ct – витрати на проект у рік t; і – ставка дисконту; n – тривалість (строк життя) проекту; CFt – чисті грошові потоки у рік t.

Приклад. Розрахуємо чисту теперішню вартість проекту, вигоди та витрати якого розподіляють за роками, якщо ставка дисконту дорівнює 10 %.

Роки

Витрати

Вигоди

Чисті вигоди

Коефіцієнт дисконтування

Дисконтні чисті вигоди

t

Ct

Bt

CFt

1/(1+i)

1

1,09

0

-1,09

0,909

-0,99

2

4,83

0

-4,83

0,826

-3,99

3

5,68

0

-5,68

0,751

-4,27

4

4,50

0

-4,50

0,638

-3,07

5

1,99

0

-1,99

0,621

-1,24

6

0,67

1,67

1,00

0,565

0,57

7

0,97

3,34

2,37

0,513

1,22

8

1,30

5,00

3,70

0,467

1,73

9

1,62

6,68

5,06

0,424

2,15

10-30

1,95

8,38

6,43

3,283

23,58

NPV – чиста поточна вартість

15,67

Основна перевага NPV полягає в тому, що всі розрахунки проводяться на основі грошових потоків, а не чистих доходів. Окрім того, ефективність головного проекту можна оцінити шляхом додавання до NPV його окремих підпроектів. Це дуже важлива властивість, яка дозволяє використовувати NPV як основний критерій при аналізі інвестиційного проекту.

Основна вада NPV полягає в тому, що її розрахунок вимагає детального прогнозу грошових потоків на строк життя проекту. Часто робиться припущення про постійність ставки дисконту.

При застосуванні NPV виникають наступні труднощі.

1. Складно визначити NPV у проектах, до яких входять дрібніші проекти.

2. При порівнянні проектів різної тривалості за NPV необхідно використовувати спеціальні процедур приведення строків до періоду, що порівнюється.

3. При аналізі проектів, що мають різні початкові інвестиції та строки реалізації можуть виникати труднощі щодо прийняття управлінських рішень.

Приклад. Розглянемо два проекти, що мають ставку дисконту 10%. Відповідні грошові потоки, та розрахунок NPV наведені в таблиці 10.2.

Таблиця 10.2

Умови реалізації проектів

Проект

Витрати

Чисті вигоди

Дисконтні чисті вигоди

NPV

X

- 10 000

16 500

15 000

5 000

Y

- 100 000

115 000

105 000

5 000

NPV проектів X, Y становить 5000 і в разі необхідності не дозволяє обрати кращий проект. Тому, поряд із абсолютним показником ефективності інвестицій NPV, використовуються й відносні показники – внутрішня норма рентабельності та індекс рентабельності.

10.6. Внутрішня норма рентабельності

(Internal Rate of Return – IRR)

У літературі зустрічаються й інші назви: внутрішня ставка рентабельності, внутрішня ставка доходу, внутрішня норма прибутковості. IRR проекту дорівнює ставці дисконту, при якій сумарні дисконтні вигоди дорівнюють сумарним дисконтним витратам, тобто IRR є ставкою дисконту, при якій NPV проекту дорівнює нулю. IRR дорівнює максимальному проценту за позиками, який можна платити за використання необхідних ресурсів, залишаючись при цьому на беззбитковому рівні.

За змістом IRR є очікуваним рівнем дохідності (більше за цю величину бути не може, а менше – небажано для інвестора). Значення IRR – це точка беззбитковості, якщо IRR більше вартості інвестованого капіталу, то акціонери компанії одержують прибуток, якщо IRR менше , то це означає зменшення поточного капіталу акціонерів.

Метод IRR – це метод класифікації інвестиційних пропозицій із використанням граничного рівня дохідності інвестицій в активи, що дорівнює ставці дисконту, за якою теперішня вартість надходжень від проекту дорівнює теперішній вартості витрат на нього.

Розрахунок IRR проводиться методом послідовних наближень величини NPV до нуля при різних ставках дисконту. Розрахунки проводяться за формулою:

.

На практиці визначення IRR проводиться за допомогою формули:

,

де А – величина ставки дисконту, при якій NPV позитивна; В – величина ставки дисконту, при якій NPV негативна; а – величина позитивної NPV при величині ставки дисконту А; b – величина негативної NPV при величині ставки дисконту В.

Приклад розрахунку IRR

t

Bt-Ct

1/(1+i)t при 10 %

Bt-Ct при

10 %

1/(1+i)t при 15 %

Bt-Ct при

15 %

0

-20000

1,0

-20000

1,0

20000

1

-12000

0,909

10908

0,870

10440

2

12000

0,826

9912

0,756

9072

NPV=820

NPV=-488

IRR = 10 % + ((820/(820+488)) Ч (15-10)) % = 13,1 %.

Загальне правило прийняття проектів за критерієм IRR: якщо значення IRR проекту для приватних інвесторів більше за вартість капіталу інвестора або за існуючу ставку рефінансування банків, а для держави – за нормативну ставку дисконту і більше за IRR альтернативних проектів з урахуванням ступеня ризику, то проект може рекомендуватися для фінансування.

Але звичайно показник IRR розраховують або за допомогою фінансового калькулятора, або з використанням комп’ютерної програми. У фінансовому калькуляторі є вбудована функція для розрахунку IRR, тому достатньо ввести всі значення CF у регістр грошових потоків та натиснути клавішу «IRR». Якщо грошові потоки надходять рівними частками щороку, тоді маємо ануїтет, і для визначення IRR достатньо скористатися фінансовою таблицею ануїтетних факторів.

Істотна різниця між NPV та IRR полягає в тому, що використання IRR завжди веде до вибору одного й того ж проекту, натомість вибір за NPV залежить від вибраної ставки дисконту. Вибір проектів за NPV правильний настільки, наскільки правильно обрано ставку дисконту. Обидва методи передбачають, що отримані від інвестицій грошові потоки реінвестуються під процент, який дорівнює ставці дисконту. За методом NPV вважається, що ставка дисконту дорівнює вартості інвестованого капіталу, за методом IRR – ставці, за якою NPV=0.

При застосуванні IRR виникають певні труднощі.

1) Неможливо дати однозначну оцінку IRR для нестандартних проектів. Проект називають нестандартним, якщо протягом або наприкінці життєвого циклу передбачаються значні грошові витрати. Для таких проектів можливо декілька варіантів вирішення рівняння IRR, тому в таких випадках критерій IRR взагалі не можна використовувати

2) Застосування IRR неможливе для вибору альтернативних проектів різного масштабу, тривалості та неоднакових часових проміжків.

Приклад. Порівняємо проекти А та В за критеріями NPV та IRR.

Проект А

t,

рік

Bt-Ct

1/(1+i)t при 10 %

Bt-Ct при

10 %

1/(1+i)t при 15 %

Bt-Ct при 15 %

0

-20000

1,0

-20000

1,0

20000

1

-12000

0,909

10908

0,870

10440

2

12000

0,826

9912

0,756

9072

NPV=820

NPV=-488

IRR=10%+(820(15-10)%/(820+488)=13,1%.

Проект Б

t,

рік

Bt-Ct

1/(1+i)t при

10 %

Bt-Ct при 10%

1/(1+i)t при

15 %

Bt-Ct при 15 %

1/(1+i)t при

20 %

Bt-Ct при 20 %

0

-2000

1,0

-2000

1,0

-2000

1,0

-2000

1

1300

0,909

1182

0,870

1131

0,833

1083

2

1300

0,826

1074

0,756

983

0,694

902

NPV=256

NPV=114

NPV=-15

IRR=15%+(114(20-15))%/(114+15)=19,4%.

Проект А має вищу NPV, але нижчу IRR. Якому проекту віддати перевагу?

Розрахуємо NPV додаткових витрат за проектом

t

(рік)

Bt-Ct проекту А

Bt-Ct проекту Б

(Bt-Ct)А-(Bt-Ct)Б

1/(1+i)t при 10 %

Bt-Ct при

15 %

0

-20000

1,0

-18000

1,0

-18000

1

12000

0,909

10700

0,909

9726

2

12000

0,826

10700

0,826

8838

NPV=820

NPV=564

Правильну відповідь, здебільшого, дає NPV. Це зумовлено тим, що проект А коштує більше (на 18000 більше в 0-му році), але його цінність порівняно з проектом Б більша.

Додаткові витрати за проекту А вигідні, оскільки додатковий прибуток дає позитивну NPV в сумі 564.

Модифікована внутрішня норма рентабельності (Modification Internal Rate of Return – MIRR) проекту дорівнює ставці дисконту, при якій чиста вартість капітальних витрат дорівнює майбутній вартості вхідних грошових потоків, що реінвестуються за ціною капіталу. Тобто MIRR передбачає, що позитивні грошові потоки проекту реінвестуються за ціною капіталу, що дає краще уявлення про реальну дохідність проекту.

Розрахунок MIRR. здійснюється за формулою:

,

де Х – значення МIRR, яке потрібно знайти.

До витрат належать усі вихідні грошові потоки, а до надходжень – вхідні. Ліва частина рівняння – поточна вартість капітальних витрат, дисконтована на ціну капіталу, а чисельник правої частини – майбутня вартість вигод.

10.7. Індекс прибутковості

(Profitability Index – PI)

PI є відношенням дисконтних вигод до дисконтних витрат. Основна формула розрахунку має вигляд:

.

Критерій відбору проектів полягає в тому, щоб вибрати всі незалежні проекти з коефіцієнтами PI, більшими або такими, що дорівнюють одиниці. При застосуванні цього критерію слід пам’ятати, що коефіцієнт PI має наступні недоліки:

– може давати неправильні ранжування за перевагою навіть незалежних проектів;

– непридатний для використання при виборі альтернативних проектів;

– не показує фактичну величину чистих вигод.

Індекс прибутковості (PI) є відношенням суми наведених ефектів (різниця вигод і поточних витрат) до величини інвестицій:

,

де К – величина інвестицій.

РІ тісно пов’язаний з NPV. Якщо NPV позитивна, то й РІ > 1, і навпаки. Якщо РІ > 1, проект ефективний, якщо РІ < 1 – неефективний.

Правила використання критеріїв

У цьому розділі розглядався процес прийняття рішень щодо доцільності капітальних вкладень, базуючись на результатах п’яти методів, які порівнювалися для виявлення їх позитивних та негативних сторін. Може скластися враження, що підприємству слід застосовувати лише один метод у процесі прийняття рішення. Однак практично всі рішення щодо доцільності капіталовкладень аналізуються за допомогою комп’ютерного забезпечення. Тому не так важко розрахувати та проаналізувати результати всіх методів, бо кожен із них забезпечує того, хто приймає рішення, необхідною інформацією.

Метод періодів окупності пропонує інформацію про ризик та ліквідність проекту. Триваліший період окупності означає, що:

1) доступ до інвестиційних грошей (фондів) буде закритий на декілька років, отже, проект неліквідний;

2) надходження грошових потоків очікується протягом тривалого часу – проект досить ризикований.

Метод NPV важливий, бо дає прямий вимір грошового прибутку (вигоди) акціонерів на основі теперішньої вартості проекту. Тому показник NPV є найкращім засобом виміру прибутковості. Показник IRR також вимірює прибутковість, але вона виражена у процентному відношенні. Дехто з тих, хто приймає рішення, вважають це за краще. IRR містить інформацію щодо «граничної норми безпеки» проекту, якої немає у NPV. MIRR притаманні всі властивості NPV. Це найкраще припущення ставки реінвестування. При її застосуванні не виникає проблеми мультиплікації норми прибутку.

Різні методи пропонують різні типи інформації. Їх легко розрахувати, тому їх необхідно розглядати у сукупності під час прийняття рішень. Було б нерозумно ігнорувати інформацію, яку несе кожний із вищезгаданих методів.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Охарактеризуйте фінансово-математичні інструменти інвестиційного проектування.

2. Допишіть формулу розрахунку теперішньої вартості грошей та охарактеризуйте її:

.

1. Наведіть визначення дисконту.

2. Як розрахувати вплив інфляції при визначенні майбутньої і теперішньої вартості грошей?

3. У яких випадках, пов’язаних із інвестиційною діяльністю, враховується інфляція?

4. Дайте характеристику критеріїв та методів оцінки інвестиційних проектів.

5. Які показники належать до кількісних факторів оцінки ефективності інвестиційних проектів?

6. Розкрийте суть якісного діагностичного аналізу.

7. Наведіть класифікацію кількісних методів оцінки інвестиційних проектів.

8. Охарактеризуйте облікову норму дохідності.

9. Як розраховується дисконтна цінність інвестиційного проекту?

10. Як розраховується внутрішня норма рентабельності?

Джерело капіталу

Частка (питома вага) компоненту капіталу

Ефективна вартість компоненту капіталу (%)

Середньозважена вартість капіталу (%)

Довгострокові облігації

0,30

3,69

1,11

Привілейовані акції

0,10

8,40

0,84

Звичайні акції

0,60

15

9

Усього

10,95

СЗВК = 0,30 х 3,69% + 0,10 х 8,4% + 0,60 х 15% = 10,95

11.4. Аналіз беззбитковості та цільове планування прибутку

Класифікація витрат. Загальні витрати підприємства (незалежно від того, чи включаються вони до собівартості продукції) можна поділити на змінні та постійні.

Змінні витрати – це витрати, які прямо пропорційно залежать від обсягу виготовленої продукції. До їх складу входять:

– витрати на сировину, матеріали, енергію, комунальні послуги;

– комісійні з продаж (якщо вони залежать від обсягу продаж);

– заробітна плата робітникам ( при умові, що вона залежить від обсягу виробництва).

Постійні ж витрати не залежать від зміни обсягів виробництва. До їх складу входять:

– витрати на амортизацію будівель та обладнання;

– витрати на оренду та лізинг;

– сплата процентів за кредитами;

– заробітна плата службовців та інших працівників, якщо вона не залежить від обсягу рівня виробництва;

– загальні адміністративні витрати.

Поділ витрат на постійні та змінні дещо умовний. Більшість витрат можуть бути названі умовно-постійними (умовно-змінними). Наприклад, витрати на утримання та експлуатацію обладнання можуть включати витрати на плановий ремонт, який не залежить від обсягів виробництва, або заробітну плату деяких категорій робітників, яка може включати фіксований гарантований мінімум.

Зв’язок між постійними та змінними витратами у релевантному періоді можна представити у вигляді таблиці 11.2.

Таблиця 11.2

Зв’язок між обсягом виробництва та величиною постійних і змінних витрат

Обсяг виробництва

Змінні витрати

Постійні витрати

Сумарні

На одиницю продукції

Сумарні

На одиницю продукції

Збільшується

Збільшуються

Не змінюються

Не змінюються

Зменшуються

Зменшується

Зменшуються

Не змінюються

Не змінюються

Збільшуються

Аналіз беззбитковості капіталовкладень. Аналіз беззбитковості (або аналіз «витрати – прибуток – обсяг виробництва») – це аналітичний підхід до вивчення взаємозв’язку витрат та доходів при різних рівнях виробництва.

Мета аналізу беззбитковості – визначення обсягу продукції, для якого обсяг виручки від продаж дорівнює витратам. Коли обсяг продажів нижчий цієї точки, фірма зазнає збитків, а в точці, де виручка дорівнює витратам, фірма веде бізнес беззбитково.

Точкою беззбитковості (Break-even point) називається ситуація, за якої загальні доходи дорівнюють загальним витратам.

Обсяг продаж у точці беззбитковості є вартістю беззбиткових продаж, а ціна одиниці продукції в цьому разі є беззбитковою ціною продаж. Якщо виробнича програма включає різноманітні продукти, то для будь-якого беззбиткового обсягу продаж існуватимуть різні варіанти цін на вироби, але не буде єдиної беззбиткової ціни.

Аналіз беззбитковості передбачає наступні припущення:

– не враховуються зміни виробничих запасів з періоду в період (обсяг виробництва дорівнює обсягу продаж);

– постійні операційні витрати однакові для будь-якого обсягу виробництва;

– змінні витрати змінюються пропорційно обсягу виробництва, а, отже, загальний обсяг витрат також змінюється пропорційно обсягу виробництва;

– ціна продукту вважається постійною величиною протягом циклу проекту;

– частка продажу продукту в обсязі виручки не змінюється;

– незмінні витрати вважаються постійними.

Точка беззбитковості (ВЕР) у натуральному виразі розраховується за формулою:

.

Маржинальний дохід — це різниця між виручкою від реалізації продукції та змінними витратами на її виробництво. Величина маржинального доходу повинна покривати постійні витрати та забезпечувати необхідне значення прибутку:

МД = V- Сзмін ,

де МД – маржинальний дохід;

V – виручка від реалізації;

Сзмін – змінні витрати.

Маржинальний доход на одиницю продукції – це різниця між ціною одиниці продукції та середніми змінними витратами на одиницю продукції. Його величина незмінною, доки не зміниться ціна і змінні витрати на одиницю продукції.

Для розрахунку точки беззбитковості в грошових одиницях постійні витрати відносять до коефіцієнту маржинального доходу. Це відношення маржинального доходу від реалізації одиниці продукції до її ціни.

Точка беззбитковості (ВЕР) у вартісному виразі розраховується за формулою:

= ,

де Cпост – постійні витрати; Cзмін – змінні витрати; V – обсяг реалізації.

Коефіцієнт маржинального доходу – це відношення маржинального доходу на одиницю продукції до ціни за одиницю продукції:

Кмд = .

Збільшення обсягу продажів після проходження точки беззбитковості призводить до збільшення маржинального доходу і маси прибутку.

Маса прибутку після проходження порогу рентабельності = Кількість товару, проданого після проходження BEP х

Приклад. Фірма виробляє один вид продукції, яку реалізує за ціною 50 грн. за одиницю. Змінні витрати на одиницю – 20 грн., загальні постійні витрати – 2400 грн. Потрібно визначити точку беззбитковості у грошовому та натуральному показниках.

Рішення. Маржинальний дохід на одиницю 50 - 20 = 30 грн. Точка беззбитковості у натуральних одиницях: 2400 : 30 = 800 одиниць продукції.

Коефіцієнт маржинального доходу 30 : 50 = 0,6.

Точка беззбитковості у грошових одиницях: 2400 : 0,6 = 4000 грн.

Сутність аналізу беззбитковості повністю розкривається при графічному зображені (рис 11.1).

Вертикальна відстань між лініями АВ та АС на рисунку характеризує сукупні змінні витрати виробництва даного обсягу випуску продукції, а вертикальна відстань між лініями ОХ та АС відображає сукупні витрати виробництва даного обсягу випуску продукції. Якщо продукція не реалізується, сукупні витрати дорівнюють ОА. Якщо обсяг випуску дорівнює Х, сукупні витрати дорівнюють величині СХ = ХВ+ ВС. Лінія ОD показує величину доходів за різного обсягу продаж. Перетин ліній ОD та АС визначає точку беззбитковості ВЕР , у цій точці сукупний дохід дорівнює сукупним витратам. Будь-яка різниця по вертикалі між лініями ОD та АС праворуч від ВЕР показує прибутки при даному обсязі виробництва, ліворуч – збитки, бо в цьому разі сукупні витрати перевищують сукупний доход.

Рис. 11.1. Графічне зображення методу беззбитковості

Цільове планування прибутку. Продовженням аналізу беззбитковості є цільове планування прибутку. Головною метою цього аналізу є визначення обсягу продаж, при якому підприємство отримає запланований прибуток.

Запланований обсяг реалізації у натуральному виразі розраховується за формулою:

де Vнат – запланований обсяг реалізації; ТР – запланований розмір прибутку.

Запланований обсяг реалізації у вартісному виразі розраховується за наступною формулою:

=

Запас міцності – це величина, на яку фактичний обсяг реалізації перевищує обсяг реалізації в точці беззбитковості. Запас міцності відображає граничну величину можливого зниження обсягу продаж без ризику зазнати збитків.

Запас міцності може розраховуватись в абсолютної та відносної формах:

Запас міцності ($) = Обсяг реалізації – BEP

Запас міцності (%) = Запас міцності ($) / Обсяг реалізації

Якщо у попередньому прикладі фірма досягне обсягу реалізації 5000 грн., то запас її міцності становитиме: 5000-4000=1000 грн., або 1000:50=200 одиниць продукції. Це означає, що компанія може знижувати обсяг реалізації в межах 200 одиниць або 1000 гривень без ризику мати збитки. Обсяг реалізації у відносному виразі (%) для цього прикладу становитиме: 1000:5000х100%=20%.

Обсяг реалізації у відносному вираженні (%) – це оцінка додаткового, тобто понад рівень беззбитковості обсягу продаж. Він показує, на скільки відсотків може зменшитись обсяг продажів перш ніж буде досягнута BEP.

11.5. Управління витратами інвестиційного проекту

Операційний важіль. Оскільки надійні оцінки поточних витрат – це основа аналізу інвестиційного проекту, необхідно ретельно перевірити всі статті витрат, які можуть істотно вплинути на його ефективність та можливість здійснення.

Аналіз структури поточних витрат дозволяє встановити можливі невідповідності і незбалансованість структури витрат. У разі сумнівних оцінок може виникнути потреба перевірити прогнозні оцінки витрат за допомогою інших джерел інформації.

Розрахунок поточних витрат виконується на кожній фазі проекту, їх обсяг постійно уточнюється, тобто використовується принцип ітераційної моделі витрат.

При управлінні структурою поточних витрат слід враховувати ефект виробничого важеля (лівереджу). Виробничий (операційний) важіль – це залежність прибутку від структури витрат, яка обумовлена зміною обсягу виробництва; він показує, на скільки відсотків збільшиться прибуток від збільшення виручки на 1 %.

Операційний важіль використовується для прогнозу зміни чистого прибутку в разі відповідної зміни обсягу виручки. Для розрахунку величини операційного важеля використовується наступна формула:

Операційний важіль = =

Приклад

Порядок розрахунку

Значення (тис. $)

Виручка від реалізації

500

Мінус змінні витрати

350

= Маржинальний дохід

150

Мінус постійні витрати

90

= Чистий прибуток

60

Операційний важіль

2.5

У цьому прикладі величина операційного важеля дорівнює 2.5, це означає, що, наприклад, при збільшенні обсягу виручки на 10 % чистий прибуток збільшиться на 25 %.

Дія операційного важеля полягає в тому, що будь-яка зміна виручки від реалізації завжди викликає більш сильну зміну прибутку. Якою повинна бути величина операційного важеля? За умови сприятливої кон’юнктури на ринку добре мати великий рівень операційного важеля, за умови несприятливої кон’юнктури – низький. Таким чином, операційний важіль пов’язаний із рівнем підприємницького ризику: чим він вищий, тим вищий ризик.

Величина операційного важеля залежить від співвідношення змінних та постійних витрат. Для підприємств з високим рівнем постійних витрат, при низькому рівні змінних витрат на одиницю продукції характерним є високий рівень операційного важеля.

Співвідношення між статтями поточних витрат може бути різним і визначається технічною й технологічною політикою, обраною при підготовці проекту. Зміна структури поточних витрат може істотно вплинути на величину прибутку. Інвестування в основні засоби супроводжується збільшенням умовно-постійних та відносним зменшенням умовно-змінних витрат. Виробничий важіль показує потенційну можливість впливати на валовий прибуток шляхом зміни структури поточних (валових) витрат та обсягу виробництва (продаж).

Ефект виробничого важеля означає, що при збільшенні обсягів виробництва та реалізації питомі постійні витрати зменшуються, а прибуток фірми зростає.

Розглянемо на прикладі, як впливає розподіл витрат на рівень операційного важеля.

Порядок розрахунків

Першій варіант

Другий варіант

Відхилення, %

Виручка від реалізації

3000

3000

0

Мінус змінні витрати

1920

1728

-10

= Маржинальний дохід

1080

1272

17.8

Мінус постійні витрати

876

1068

21.9

= Прибуток

204

204

0

Сумарні витрати

2796

2796

0

ВЕР

2433

2518

3.5

Операційний важіль

5.29

6.24

17.8

Запас фінансової міцності

18.9

16.0

-15.1

Для розглянутих варіантів обсяг продаж загальні витрати, а, отже, і прибуток, однакові.

Зменшення змінних витрат на 10 % за фіксованої величини сумарних витрат призвело в даному прикладі до збільшення беззбитковості на 3.5 %. Така ж зміна призводить до зростання рівня операційного важеля на 17.8 %, тобто стає відчутним збільшення виробничого ризику. Останнє призводить до необхідності чіткого визначення стратегії підприємства за змінених умов, бо в новому варіанті прибуток стає більш чутливим до зміни рівнів обсягів виробництва й продаж.

Зі збільшенням частки постійних витрат у другому варіанті важливим стає контроль за обсягами реалізації. Можливе зменшення рівня виручки від реалізації може призвести до відчутнішого зменшення рівня прибутку, ніж у першому варіанті, і навпаки.

Зростання частки постійних витрат, навіть у разі зменшення змінних витрат на одиницю продукції, завжди призводить до необхідності вибору стратегії, спрямованої на збільшення обсягів реалізації.

Отже, можна зробити висновки.

1) При однакових сумарних витратах операційний важіль тим більший, чим менша частка змінних витрат, або чим більше частка постійних витрат у їх загальній сумі.

2) Операційний важіль тим вищий, чим ближче до точки беззбитковості «розташований» обсяг продажів, із чим пов’язаний високий ризик.

3) Для продукту з високим значенням операційного важеля положення нижче точки беззбитковості пов’язано із значними збитками, досягнення рівня беззбитковості винагороджується прибутком, який швидко зростає із збільшенням продаж.

3) Ситуація з низьким операційним важелем пов’язана з меншим ризиком, але і з меншою винагородою у формі прибутку.

11.6. Визначення оптимального бюджету капіталовкладень

Процес оцінки доцільності капіталовкладень пов’язаний з оцінкою вартості капіталу. Не можна визначити вартість капіталу, доки не визначений розмір бюджету капіталовкладень. Не можна визначити розмір бюджету капіталовкладень, доки не визначена вартість капіталу. Тому вартість капіталу та бюджет капіталовкладень повинні визначатися водночас.

Вартість капіталу є головним елементом у процесі оцінки доцільності капіталовкладень і капітальному бюджетуванні.

Капітальне бюджетування – це процес планування витрат, пов’язаних із інвестуванням в активи із строком служби понад 1 рік. Чим ризикованіший проект, тим вища вартість його капіталу. Далі розглядатиметься процедура аналізу ризику проекту, а зараз необхідно визначитись: який коефіцієнт вартості необхідно застосовувати у процесі доцільності капіталовкладень? Тобто яке із значень середньозваженої вартості капіталу (СЗВК) слід використовувати для оцінки середнього ризику проекту?

Підприємство може зменшувати випуск продукції до точки, коли її граничний прибуток дорівнює граничним витратам (ВЕР). Отже, визначимо граничну вартість капіталу та побудуємо її графік.

Гранична вартість будь-якої статті визначається як вартість іншої доданої одиниці цієї статті, наприклад, гранична вартість витрат праці – це витрати на одного додаткового працівника. Граничні витрати праці можуть дорівнювати $ 25 на працівника, якщо працюють 10 робітників, але вони зростають до $ 35 на працівника, якщо фірма намагається найняти 100 нових робітників у зв’язку з тим, що складно додатково знайти достатньо робітників визначеної кваліфікації. Таку ж концепцію застосовують і до капіталу. Якщо фірма намагається залучити більше нових доларів, вартість кожного долару у деякій точці почне зростати.

Граничною вартістю капіталу (ГВК) називається вартість одержання додаткового долара у новому капіталі, середньозважена вартість останнього долара нового капіталу, який отримує фірма.

Приклад. Припустимо, що компанія «А» має поточну ціну на власні акції (Р0) $ 23, на майбутній період прогнозується постійний темп росту дивідендів (q) у розмірі 8 %, дивіденди на акцію в минулому році (D0) становили $1,15. Дивіденд уже був сплачений, тому якщо акція придбана сьогодні, можна одержати тільки наступний дивіденд (D1):

D1 = D0 : (1+q) = $1,15 х 1,08 = $ 1,24.

При цьому компанія «А» має цільову структуру капіталу, подану у табл. 11.3.

Таблиця 11.3

Цільова структура капіталу компанії «А»

Компоненти капіталу

Капітал

(тис. $)

Питома вага

Вартість компонентів капіталу (%)

частка від одиниці

((%)

Довгостроковий борг

754

0,45

45

10

Привілейовані акції

40

0,02

2

10,3

Акціонерний капітал

896

0,53

53

13,4

Сукупний капітал

1690

1

100

СЗВК = 10 %

Гранична ставка оподаткування для компанії «А» становить 40 %. Базуючись на цих, даних можна визначити СЗВК:

СЗВК = 0,45х (10 х (1- 0,4)) + 0,2 х 10,3 + 0,53 х 13,4 = 2,7 % + 0,2 % + 7,1 %=10 %.

До того часу, поки у компанії «А» буде зберігатися вказана цільова структура капіталу і поки вона не потребує залучення додаткового капіталу, її гранична вартість капіталу буде дорівнювати 10 %. Але як тільки компанія почне одержувати додаткові суми капіталу з будь-яких джерел протягом даного періоду часу, вартість компонентів її капіталу може почати зростати. У такому випадку середньозважена вартість кожного додаткового долару (одиниці капіталу) почне збільшуватись.

Приклад. Компанія «А» потребує додаткового капіталу, який можна отримати з двох джерел: 1) з нерозподілених прибутків; 2) за рахунок додаткового випуску акцій.

Оскільки нерозподілені прибутки вже були інвестовані в попередньому році, то залишається лише один шлях збільшення капіталу – за рахунок додаткового випуску акцій. На цей капітал фірма повинна забезпечити норму прибутку в розмірі 13,4% (див. табл.).

Ce = = ,

де Се – вартість додаткового випуску акцій; D1 – величина наступного дивіденду; Р0 – поточна ціна акції.

Оскільки витрати на випуск і розповсюдження нових акцій дорівнюють 10 %, вартість акціонерного капіталу компанії «А», після вичерпання фондів нерозподілених прибутків, збільшиться від 13,4 % до 14%:

Се =

У результаті отримання додаткового капіталу внаслідок продажу звичайних акцій нового випуску збільшиться СЗВК компанії в цілому.

Таблиця 11.4

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу

Компонент капіталу

1

Вага

2

Вартість компонента (%)

3

Результат (%)

2х3

Позичковий капітал

0,45

6,0

2,7

Привілейовані акції

0,02

10,3

0,2

Акціонерний капітал (акції нового випуску)

0,53

14,0

7,4

СЗВК

10,3

Зростання середньозваженої вартості капіталу внаслідок продажу звичайних акцій нового випуску відбудеться тоді, коли буде вичерпано можливість фінансування за рахунок нерозподілених прибутків. Точка, в якій відбувається зростання СЗВК, називається точкою розриву.

Точка розриву – це грошова сума капіталу, який зможе отримати фірма до того, як почне зростати СЗВК.

Точка розриву =

Необхідно запам’ятати, що при використанні різної структури капіталу отримуються різні точки розриву.

Приклад. Припустимо, що компанія сподівається мати $137,8 тис. сукупних прибутків у наступному році і планує виплатити 45 % цих прибутків у формі дивідендів. Таким чином, коефіцієнт сплати становить 0,45, а коефіцієнт реінвестування (капіталовкладень) – відповідно 0,55. Тобто за рахунок нерозподілених прибутків компанія може інвестувати:

$137800 х 0,55 = $75800.

Нерозподілені прибутки в структурі капіталу компанії становлять 53 %, отже, точка розриву дорівнюватиме:

Точка розриву = = .

Таким чином, розрахована сума сукупного капіталу, при якій виникає точка розриву. Після використання суми нерозподілених прибутків ($143018) компанія використовує для фінансування нові випуски звичайних акцій, внаслідок чого СЗВК зросла до 10,3 %.

Припустимо, що компанія змогла одержати кредитні ресурси для фінансування тільки в розмірі $90000 під 10 % річних, а додаткові кредити коштуватимуть уже 12 %. У цьому разі виникає додаткова точка розриву. Враховуючи, що борг складає 45 % у структурі капіталу, точка розриву буде дорівнювати:

Точка розриву =

При цьому СЗВК зміниться наступним чином.

Компонент

1

Вага

2

Вартість капіталу (%)

3

Результат (%)

2 х 3

Позичковий капітал

0,45

7,2

3,24

Привілейовані акції

0,02

10,3

0,21

Акціонерний капітал

0,53

14,0

7,42

СЗВК

10,9

Найпростіша послідовність розрахунку графіків граничної вартості капіталу (ГВК):

1) визначення за допомогою формули всіх точок розриву. Розрив відбувається кожного разу, як тільки вартість одного з компонентів капіталу зростає;

2) визначення вартості капіталу кожного компонента в інтервалах між розривами;

3) розрахунок середньозваженої цих компонентів для отримання значень СЗВК у кожному інтервалі.

Рис. 11.2. Графік граничної вартості капіталу

Графік граничної вартості капіталу (ГВК) (рис. 11.2) фактично є кривою граничних витрат. Тепер необхідно побудувати графік, який був би аналогічним графіку граничного прибутку. Це графік інвестиційних можливостей (ГІМ), який показує очікувану норму прибутку на кожну інвестиційну можливість (на кожний інвестиційний проект). Для цього візьмемо три умовних проекти з різною нормою прибутковості.

Таблиця 11.5

Інвестиційні можливості компанії «А»

Проект

Вартість (тис. $)

Норма прибутку (%)

А

50

13

Б

50

12,5

С

80

12

Д

80

10,2

На підставі даних таблиці 11.5 побудуємо графік інвестиційних можливостей і з’єднаємо його з графіком СЗВК (рис 11.3). Середньозважена вартість капіталу у точці, де крива графіку інвестиційних можливостей перетинає графік граничної вартості капіталу визначається як оптимальний (кращій) бюджет капіталовкладень.

У нашому прикладі оптимальний бюджет капіталовкладень дорівнює $ 180000 .

Рис. 11.3. З’єднання графіків граничної вартості капіталів та інвестиційних можливостей

Очікувані норми прибутку проектів А, В, та С перевищують СЗВК, тому їх можна реалізувати за умов, якщо вони не є альтернативними. Очікувана норма прибутку проекту D менша ніж середньозважена вартість капіталу, тому від нього необхідно відмовитись.

Таким чином, процес оцінки доцільності капіталовкладень є застосуванням класичного економічного принципу: фірма буде екс пансувати свою діяльність до точки, де її граничні прибутки дорівнюють граничним витратам.

11.7. Аналіз фінансових коефіціcнтів

Розглянемо основні фінансові показники та коефіцієнти, що дозволяють проаналізувати діяльність компанії і надати їй оцінку, а також зробити прогноз очікуваних майбутніх результатів.

Корисність коефіцієнтів залежить від конкретних завдань, що визначає аналітик. Коефіцієнти надають можливість прослідкувати зміни у фінансовому становищі або результатах діяльності, допомагають визначити тенденції та структуру змін, що може допомогти аналітику визначити ризики та можливості підприємства, яке аналізується.

Фінансові коефіцієнти та співвідношення поділяються на чотири категорії: показники ліквідності, показники оборотності, показники структури капіталу та показники прибутковості. Кредитори уважно стежать за ними показниками, аби пересвідчитись, що підприємство може сплатити за своїми короткостроковими борговими зобов’язаннями, а також покрити свої фіксовані платежі доходами. Банки базують власну кредитну політику на оцінці відповідних коефіцієнтів. Фінансові експерти використовують ці показники для порівняння відносних переваг різних компаній.

При використанні коефіцієнтів потрібно пам’ятати, що аналіз здійснюється на підставі даних за минулі періоди, і на їх основі важко точно прогнозувати майбутнє. Крім того, необхідно враховувати, що коефіцієнти дають уявлення про стан підприємства, тільки якщо вони представлені в динаміці за кілька періодів. Це дозволяє провести порівняльний аналіз за період, наприклад, «до і після» реалізації інвестиційного проекту.

Результати діяльності підприємства цікавлять різні групи людей. Основні зацікавлені особи – це власники (засновники, акціонери), керівництво компанії, а також зовнішні користувачі інформації – державні контролюючі органи, кредитори. Усі вони оцінюють діяльність компанії з різних позицій. Виходячи з цього всі фінансові коефіцієнти можна умовно поділити на підсистеми, представлені у таблиці 11.6.

Коефіцієнти, що відображають інтереси кредиторів. Керівництво компанії та її власники оцінюють компанію як підприємство, що працює безперервно. У кредиторів подвійний підхід. З одного боку, вони зацікавлені в тому, щоб підприємство успішно функціонувало, а з іншого – повинні враховувати і можливість негативного розвитку подій, що можуть призвести до неповернення кредитних ресурсів.

Від успішної роботи підприємства кредитори не отримують ніяких вигод, окрім вчасного повернення процентів та боргу. Тому, перш ніж надавати кредити, вони повинні ретельно проаналізувати ризики, особливо якщо кредит надається на тривалий період. Частково цей аналіз полягає в тому, щоб визначити, на яку суму повернення боргу може сподіватись кредитор, якщо у підприємства виникнуть труднощі. Оцінка ліквідності дозволяє судити, наскільки захищений звичайний кредитор.

Таблиця 11.6

Фінансові коефіцієнти

Підсистема коефіцієнтів

Показник

Відображає інтереси короткострокових кредиторів

Чистий оборотний капітал

Коефіцієнт поточної ліквідності

Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості

Коефіцієнт оборотності товарно-матеріальних запасів

Відображає інтереси довгострокових кредиторів (інвесторів)

Коефіцієнт покриття процентних платежів

Співвідношення позичкового капіталу до активів

Коефіцієнт фінансової незалежності

Відображає інтереси акціонерів (інвесторів)

Норма прибутковості на акцію

Норма прибутковості акціонерного капіталу

Коефіцієнт котирування акцій

Коефіцієнт покриття дивідендів

Коефіцієнт сплати за акціями

Коефіцієнт рентабельності активів

Дохідність акцій

Відношення ціни до норми прибутковості на акцію

Коефіцієнт сталого росту

Ліквідність означає легкість, з якою актив можна перетворити в гроші, не втративши його вартість. Коефіцієнти ліквідності характеризують спроможність компанії задовольняти короткострокові вимоги кредиторів. Захищеність кредитора значною мірою визначається розміром короткострокових кредитів, що надані підприємству для фінансування його операцій. До них належать ліквідні активи підприємства, які можна легко перетворити в грошову форму. Передбачається, що ці кошти забезпечують захищеність кредитора від непогашення боргу. Ліквідність підприємства характеризують ряд показників, до найбільш розповсюджених належать:

– коефіцієнт поточної ліквідності – Кпл (Current Ratio – CR), %;

– коефіцієнт миттєвої ліквідності – Кмл, або коефіцієнт «кислотного тесту»( Quick ratio – QR), %.

Коефіцієнт поточної ліквідності розраховується як відношення поточних активів (оборотних коштів) до поточних (короткострокових) зобов’язань і показує, чи достатньо у підприємства коштів, які можуть використовуватися для погашення короткострокових зобов’язань:

Кпл = .

До складу поточних активів включаються: грошові кошти, короткострокові інвестиції, дебіторська заборгованість, запаси.

До складу поточних зобов’язань належать: короткострокові кредити, векселі до сплати, нараховані податки.

Згідно з міжнародними стандартами вважається, що для більшості компаній цей показник повинен бути в межах від 1 до 3. Цей коефіцієнт змінюється залежно від галузі і типу компанії. Для промислової компанії коефіцієнт 2,0 і вище може бути прийнятним, тоді як для компаній, що надають комунальні послуги, прийнятним є коефіцієнт 1,0, бо останні можуть точно передбачити надходження коштів за послуги і мають низьку поточну заборгованість.

Коефіцієнт поточної ліквідності не відображає мобільності капіталу підприємства. Очевидно, що підприємство, у якого є значні кошти на рахунках та багато цінних паперів, що швидко реалізуються, буде більш ліквідним, ніж підприємство, у якого накопичені великі товарно-матеріальні запаси. Досконаліший показник, що враховує структуру активів, – коефіцієнт миттєвої ліквідності або коефіцієнт «кислотного тесту».

Коефіцієнт миттєвої ліквідності – це відношення найбільш ліквідної частки поточних активів до поточних зобов’язань, тобто не враховує товарно-матеріальних запасів, а визначає, чи спроможне підприємство у разі падіння його товарообігу покрити свої зобов’язання перед кредиторами:

Кмл = .

Значення коефіцієнта миттєвої ліквідності нижче 1 означає, що грошових коштів та інших поточних активів недостатньо для погашення поточних зобов’язань.

Коефіцієнти оборотності. Чистий оборотний капітал (Net working capital – NWC) – це різниця між поточними активами підприємства та його короткостроковими зобов’язаннями:

NWC = Поточні активи – Поточні зобов’язання.

Чистий оборотний капітал необхідний для підтримки фінансової міцності підприємства, бо перевищення оборотних коштів понад короткострокові зобов’язання означає, що підприємство не тільки може погасити свої короткострокові зобов’язання, але й має резерви для розширення своєї діяльності. Оптимальна сума чистого оборотного капіталу залежить від особливостей діяльності підприємства, від її масштабів, обсягів реалізації, швидкості оборотності матеріальних запасів. Недостатність оборотного капіталу свідчить, що підприємство неспроможне вчасно погасити короткострокові зобов’язання. Значне перевищення чистого оборотного капіталу понад оптимальну потребу свідчить про нераціональне використання ресурсів підприємства.

Коефіцієнт оборотності товарно-матеріальних запасів – Коб.ТМЗ (Stock turnover – ST) відображає швидкість реалізації запасів. Визначається як відношення середньої вартості запасів протягом періоду до середньоденного обороту запасів у тому ж періоді:

Коб.ТМЗ =

Оборотність товарно-матеріальних запасів важлива, бо запаси – найменш ліквідні серед поточних активів, отже, вигідно реалізувати запаси якомога швидше, щоб вивільнити кошти для інших потреб. Загалом висока оборотність товарних запасів вважається ознакою ефективного використання цих активів.

Перш ніж робити висновки, цей коефіцієнт потрібно порівняти з середнім коефіцієнтом галузі, бо прийнятна величина цього показника залежить від галузі, в якій працює компанія. Компанії, які продають товари, що швидко псуються, наприклад, овочі, як правило, матимуть високу оборотність, тоді як компанії, що випускають бульдозери, – значно нижчу. Якщо оборотність товарно-матеріальних запасів нижча ніж у середньому у галузі, слід з’ясувати, чому запаси обертаються так повільно.

Необхідно бути обережним при розгляді значення коефіцієнтів оборотності. Високе значення коефіцієнта оборотності не обов’язково означає, що підприємство ефективно розпоряджається запасами. Коефіцієнт може бути високим тоді, коли фірма не може мати достатньо запасів за рахунок того, що виробляє недостатньо продукції або не може поповнити запаси. У цьому випадку високий коефіцієнт оборотності насправді означає низький рівень планування або контролю запасів. Як наслідок, якщо менеджмент запасів не аналізується детально, цей показник не дасть достатньої інформації про спроможність підприємства швидко реалізувати запаси.

Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості – Коб.ДЗ – показує термін, за який рахунки дебіторів перетворюються в «живі гроші». Він розраховується як відношення середньої суми дебіторської заборгованості до середньоденної виручки.

Коб.ДЗ= .

Як і інші показники, середній період погашення заборгованості покупцями необхідно розглядати у порівнянні з іншими показниками. Якщо підприємство вимагає сплати рахунків протягом 20 днів, а коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості становить 30 днів, це означає, що у підприємства не все гаразд із своєчасною сплатою рахунків клієнтами і йому слід переглянути умови розрахунків.

Точний аналіз стану дебіторської заборгованості може проводитися тільки шляхом визначення «віку» всіх рахунків дебіторів, їх класифікації за кількістю несплачених днів і порівняння цих строків з умовами кредитування за кожною угодою.

Коефіцієнти структури капіталу. Коефіцієнт покриття процентних платежів – Кпп (Times interest earned –TIE) показує, чи достатньо операційний дохід підприємства покриває проценти за борги. Розраховується як відношення прибутку до сплати податків та процентів до величини процентних платежів:

Кпп = .

Цей коефіцієнт визначає рівень захищеності кредиторів від можливості несплати процентів за кредити. Значення коефіцієнта нижче 1 означає, що прибутку недостатньо для покриття процентних платежів протягом періоду, що аналізується. Але чіткі критерії щодо величини цього коефіцієнті відсутні, звичайно кредитори включать у кредитну угоду умови, в яких йдеться про те, у скільки разів прибуток повинен покривати суму процентних платежів.

Відношення позичкового капіталу до активів (Total debt –TD to total assets – TA). Розраховується як відношення середньої суми заборгованості до середньої суми власного капіталу:

= .

Чим вище значення коефіцієнта, тим більше ризик неплатоспроможності. Високе значення коефіцієнта відображає потенційну небезпеку виникнення у підприємства дефіциту грошових коштів. Цей показник порівнюють із середніми значеннями в галузі, а також в інших галузях. Але він не дає досить чіткої характеристики того, наскільки підприємство може покривати свої зобов’язання, бо балансова вартість активів не завжди відповідає їх реальній або ліквідаційній вартості.

Коефіцієнт фінансової незалежності – Кфн – це відношення позичкового капіталу до власного капіталу:

Кфн = .

Цей коефіцієнт характеризує залежність підприємства від зовнішніх позик. Наприклад, коефіцієнт 2,0 означає, що на кожні 2 гривні заборгованості припадає 1 гривня власного капіталу, тобто активи фінансуються на 67 % за рахунок заборгованості і на 33 % – за рахунок власного капіталу.

Коефіцієнти, що відображають інтереси акціонерів (інвесторів). Коефіцієнти прибутковості Головна мета власників (акціонерів) підприємства полягає у зростанні курсової вартості акцій, яка може досягатися шляхом збільшення прибутковості або збільшення капіталізації.

Норма прибутковості на акцію (Earning per ordinary share – EPOS) розраховується як відношення суми чистого прибутку, що сплачується за звичайними акціями, до кількості звичайних акцій:

.

Цей коефіцієнт показує, яка частка прибутку виплачується у вигляді дивідендів за звичайними акціями. Акції в обігу визначаються, як різниця між кількістю випущених акцій і власними акціями у портфелі. Якщо в структурі капіталу підприємства є привілейовані акції, то із загальної суми чистого прибутку спочатку необхідно відрахувати дивіденди за привілейованими акціями. Необхідно відзначити, що цьому показнику приділяється велика увага: саме на його підставі здійснюється оцінка акцій підприємства, а також стратегічне планування на підприємствах.

Норма прибутковості акціонерного капіталу (Return on shareholders’ equity – ROE) визначається як відношення чистого прибутку до суми власного капіталу протягом певного періоду:

ROE =

Цей показник дозволяє визначити ефективність використання власного капіталу, інвестованого власниками підприємства. Звичайно його порівнюють із можливим альтернативним вкладанням капіталу. Рентабельність (прибутковість) власного капіталу показує, скільки чистого прибутку приносить кожна грошова одиниця, інвестована у підприємство.

Загалом, чим вища окупність, тим привабливіші акції. Цей коефіцієнт є одним із інструментів оцінки прибутковості та доходу підприємства порівняно з іншими.

Коефіцієнт котирування акцій – це відношення ринкової ціни акції до її балансової вартості:

Коефіцієнт котирування акцій = .

Цей показник може використовуватись тільки для попередньої порівняльної оцінки підприємства. Немає визначених критеріїв оцінки цього показника, і він не дозволяє повною мірою оцінювати результати діяльності компанії.

Коефіцієнт покриття дивідендів (Ordinary dividend coverage – ODS) – відношення чистого прибутку до суми дивідендів за звичайними акціями:

ODS= .

Цей показник демонструє можливості підприємства щодо сплати дивідендів і показує, скільки раз можуть сплачуватися дивіденди з чистого прибутку підприємства.

Коефіцієнт сплати за акціями – відношення суми дивідендів на одну акцію до суми прибутку на одну акцію:

Коефіцієнт сплати за акціями = .

Цей коефіцієнт використовується для характеристики дивідендної політики підприємства і характеризує частку прибутку, що сплачується акціонерам у вигляді дивідендів у поточному році.

Як правило, компанії прагнуть проводити стабільну дивідендну політику. Аналіз цього показника за кілька років дозволяє оцінити тенденції у дивідендній політиці підприємства: чи воно прагне більшу частку прибутку сплачувати у вигляді дивідендів, чи реінвестувати прибуток у виробництво.

Дохідність акцій (дивідендний дохід) – відношення суми дивідендів на одну акцію до ринкової ціни акції:

Дохідність акцій = .

Цей коефіцієнт характеризує прибуток інвесторів від дивідендів. Однак при співставленні цього показника з іншими компаніями слід пам’ятати, що підприємства проводять різну дивідендну політику і загальна сума доходу акціонера складається як із дивідендів, так і курсової різниці у вартості акцій.

Відношення ціни до норми прибутковості на акцію (коефіцієнт кратного прибутку) – відношення ринкової ціни акції до норми прибутку на одну акцію:

= .

Цим коефіцієнтом часто користуються як власники, так і керівництво підприємства. Він показує, яким чином ринок реагує на діяльність компанії та її перспективи. На цей показник звертають увагу і разі придбання підприємства. Коефіцієнт кратного прибутку залежить від галузі діяльності підприємства. Фактично він характеризує ризики галузі або компанії щодо минулого та майбутнього прибутку, для цього він порівнюється з середнім ринковим коефіцієнтом, а також із показниками аналогічних компаній.

Коефіцієнт сталого росту – відношення чистого прибутку після сплати дивідендів до суми акціонерного капіталу:

.

Цей коефіцієнт показує можливість компанії збільшити в майбутньому власні активи за рахунок внутрішнього фінансування за умови, що пропорції між власним капіталом та зобов’язаннями, а також сумою сплати дивідендів зберігатимуться в наступному періоді.

Коефіцієнт рентабельності активів (рентабельність інвестицій) (Return on investment – ROI) – відношення чистого прибутку до суми всіх активів:

ROI = .

Показує, яку суму інвестицій необхідно витратити підприємству для отримання однієї грошової одиниці прибутку. Цей показник є одним із головних індикаторів конкурентоспроможності.

Для розрахунку може застосовуватись і сума нетто-активів (загальна сума активів мінус поточні зобов’язання). Нетто-активи також називаються капіталізацією компанії.

Капіталізація – та частка загальних активів компанії, що фінансується за рахунок власного акціонерного капіталу та довгострокової заборгованості:

.

Цей показник характеризує загальну прибутковість компанії, але результати можуть бути недостатньо об’єктивними в разі непередбачених змін у структурі капіталу (зміна співвідношення між довгостроковою заборгованістю і власним капіталом), змінами в структурі компанії, податковому законодавстві тощо. У такому разі необхідні додаткові коригування.

Коефіцієнт рентабельності активів (ROI) був запроваджений компанією «Дю Понт» для власних потреб, але сьогодні використовується багатьма основними компаніями як зручний показник для порівняння чистого доходу із загальною сумою активів. Цей коефіцієнт показує, як пов’язані між собою прибуток, товарообіг та величина активів:

Кожен показник, про який згадувалось, певним чином характеризує діяльність підприємства. Проте, як відомо, фінансовий аналіз важить найбільше тоді, коли є певні стандарти, за якими можна порівнювати стандарти підприємства. Потрібно знати не лише прибутковість фірми, її ліквідність, заборгованість та показники оборотності – покращуються вони чи погіршуються, але й необхідно визначати, як працює фірма порівняно з конкурентами, компаніями галузі або найкращою фірмою галузі. Але для цього необхідно переконатись, що наведені показники та коефіцієнти можуть порівнюватись. Деякі фірми використовують різні методи оцінки товарно-матеріальних запасів або нарахування амортизації. Деякі фірми можуть давати звіти, що виходять із різних фіскальних міркувань. Середні дані по галузі можуть репрезентувати в основному малі або великі компанії. Є різні інтерпретації та методи складання фінансових звітів. Звіт може приховувати як сильні, так і слабкі місця компанії. Отже, при аналізі фінансових звітів і показників необхідно усвідомлювати, що серед менеджерів та аналітиків тлумачення можуть бути різними. Так чи інакше, необхідно зважати на обмеженість таких показників.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. З чим пов’язано планування капітальних витрат?

2. Наведіть класифікацію інвестиційних проектів.

3. Назвіть етапи планування капіталовкладень.

4. Від чого залежить обсяг фінансування реальних інвестицій?

5. Як визначити обсяг необхідних капіталовкладень?

6. Наведіть перелік джерел фінансування інвестиційних проектів.

7. Охарактеризуйте венчурне фінансування інвестиційних проектів.

8. Розкрийте сутність фінансування інвестиційного проекту шляхом фінансового лізингу.

9. Якими показниками оцінюється вартість капіталу інвестиційного проекту?

10. Наведіть моделі визначення вартості власного капіталу та дайте їх характеристику.

11. Допишіть формулу розрахунку вартості власного капіталу та розкрийте її зміст:

12. Охарактеризуйте вартість позичкового капіталу.

13. Розкрийте сутність аналізу беззбитковості та цільового планування прибутку.

14. У чому полягає сутність цільового планування прибутку?

15. Розкрийте сутність управління витратами інвестиційного проекту.

16. У чому полягає сутність основних фінансових коефіцієнтів, які дозволяють проаналізувати діяльність компанії?

Тести для проведення контролю

1. Виробничий (операційний) важіль – це залежність:

а) прибутку від структури витрат, яка обумовлена зміною обсягу виробництва. Він показує, на скільки відсотків збільшиться прибуток від збільшення виручки на 1%;

б) прибутку від структури обігових коштів, яка обумовлена зміною обсягу виробництва;

в) рентабельності від структури витрат, яка обумовлена зміною обсягу виробництва;

г) оподатковуваного прибутку від структури витрат, що обумовлена зміною собівартості продукції.

Глава 12. Оцінка і страхування ризиків проекту

12.1. Поняття та види проектних ризиків.

12.2. Співвідношення ризику і доходу.

12.3. Аналіз чутливості проекту.

12.4. Аналіз сценаріїв проекту.

12.5. Метод імітаційного моделювання Монте-Карло.

12.6. Модель оцінки капітальних активів (МОКА) в оцінці доцільності інвестицій.

12.7. Механізми нейтралізації інвестиційних ризиків.

Ключові слова: проектний ризик, аналіз ризиків, зовнішні проектні ризики, внутрішні проектні ризики, рівень ризику, лінія ризику, безпечна ставка, премія за ризик, аналіз чутливості проекту, аналіз сценаріїв проекту, очікувані прибутки від проекту, імітаційне моделювання, оцінка доцільності інвестицій, нейтралізація інвестиційних ризиків, юридичні гарантії, гарантії банку, резервні фонди, непрямі гарантії, доручення, вексельні інструменти, форфейтинг, резервні акредитиви, хеджування ризиків, диверсифікація, страхування ризиків.

12.1. Поняття та види проектних ризиків

До цього моменту просто припускалося, що в разі реалізації кожного проекту можна отримати дану послідовність грошових потоків. Потім аналізувалися ці грошові потоки та вирішувалося, чи варто реалізувати проект. Очевидно, неможливо з точністю прогнозувати грошові потоки. Тепер увага буде звертатися на визначення ризику в процесі оцінки доцільності капіталовкладень, тобто розглядатимуться способи визначення ризику, що притаманний проекту, та прийняття рішення на цій основі.

Необхідність аналізу ризиків інвестиційного проекту полягає в тому, що інвестиційні проекти розробляються на основі визначених передбачень щодо капітальних і поточних витрат, обсягів реалізації продукції, цін на товари та послуги тощо. Незалежно від якості та кількості даних передбачень, майбутній розвиток подій завжди є неоднозначним, тому практика планування капітальних інвестицій розглядає й аспекти невизначеності та ризику.

В інвестиційному і фінансовому менеджменті під ризиком найчастіше розуміють міру непевності в одержанні очікуваних доходів від заданих інвестицій. У ринковій економіці завжди наявний ризик.

Якщо конкретизувати загальне визначення ризику для аналізу проекту, то ризик проекту – це міра непевності в одержанні очікуваного рівня дохідності при реалізації даного проекту.

Метою аналізу проектних ризиків є:

– надання оцінки всім видам ризиків проекту;

– визначення ступеня доцільності реалізації проекту за наявного рівня ризику та способів його зниження;

– визначення можливих шляхів зниження ризиків.

Проектні ризики бувають зовнішні та внутрішні. Зовнішні ризики, у свою, чергу поділяються на непередбачувані і передбачувані.

Зовнішні непередбачувані ризики зумовлені:

– зміною політичної ситуації та непередбачуваними державними заходами регулювання у сфері землекористування, оподаткування, ціноутворення, експорту-імпорту, охорони довкілля і т.д.;

– природними катастрофами (повенями, землетрусами, кліматичними змінами тощо);

– злочинами та несподіваним зовнішнім екологічним і соціальним впливом;

– зривами у створенні необхідної інфраструктури, банкрутствами, затримками у фінансуванні, помилками у визначенні цілей проекту.

Зовнішні непередбачувані ризики врахувати практично неможливо.

Зовнішні ж передбачувані ризики при аналізі проекту можна врахувати. До них належать:

– ринковий ризик через погіршення можливостей одержання сировини, підвищення цін на неї, зміну вимог споживачів продукції, посилення конкуренції тощо;

– операційний ризик, пов’язаний із відступом від цілей проекту і неможливістю підтримання управління проектом;

– ризик шкідливого екологічного впливу;

– ризик негативних соціальних наслідків;

– ризик зміни валютних курсів;

– ризик непрогнозованої інфляції;

– ризик податкового тиску.

Внутрішні ризики поділяються на планово-фінансові, пов’язані із зривом планів робіт і перевитратою коштів, та технічні, пов’язані із зміною технології, погіршенням якості продукції, помилками в проектно-технічній документації і т.д.

Проектні ризики зумовлені особливостями життєвого циклу проекту. Для оцінки ризику при виборі варіанта інвестування можна застосовувати метод експертних оцінок ризиків у різних фазах проекту.

При аналізі ризиків у передінвестиційній фазі оцінюють фінансово-економічну життєздатність проекту, організаційно-технічний потенціал, функції та завдання основних учасників, роботи, що виконуються, і рівень гарантій за інвестиціями та кредитами.

В інвестиційній фазі оцінюють структуру управління проектом, перебіг його реалізації і якість виконання проектних робіт.

В експлуатаційній фазі оцінці підлягають фактори, які негативно впливають на реалізацію проекту – затримка будівництва, перевищення витрат, непогодженість щодо фінансування, неспроможність контрагентів, втручання держави, виникнення збитків, підвищення цін на сировину та енергоносії, некваліфіковане управління персоналом.

Аналіз ризиків у передінвестиційній фазі лежить в основі вибору варіанта інвестування, однак при цьому прогнозуються ризики і в інвестиційній та експлуатаційній фазах.

12.2. Співвідношення ризику і доходу

Ризик можна поділити на дві категорії – за рівнем і за часом.

Рівень ризику. Різні інвестиції забезпечують різний рівень доходу. Якщо справа цілком надійна, то важко сподіватись на високі доходи. Але якщо пропонується вкласти гроші у ненадійну або ризикову справу, тоді закономірно вимагається високий дохід. Тобто інвестори повинні одержувати компенсацію за ризик.

Малий ризик пов’язаний із низькими доходами, великий – із великими. Взаємозалежність ризику (Х) і доходу (У) показана на рисунку 12.1.

Коли ризик відсутній, інвестори одержують дохід Y1, за ризик Х1 інвестори одержать дохід Y2, за ризик Х2 – дохід Y3. Тобто у звичайних умовах діяльності низький ризик передбачає низьку віддачу, а в умовах високого ризику доходи будуть вищими.

Рівень ризику залежатиме від того, чи пов’язаний бізнес із добре освоєною галуззю діяльності. Залежно від надіності інвестованої справи рівень ризику може бути високим, середнім або низьким.

Визначити рівень ризику можна шляхом порівняння ризикованості вкладів у ту чи іншу справу. Наприклад, менш ризиковано мати справу з відомими фірмами (підприємствами), в яких справи йдуть добре, або відкривати бізнес у добре освоєній галузі із забезпеченим ринком збуту. Шанси повернути інвестиції, вкладені у надійні компанії, значно вищі, ніж вкладені у невідомі фірми. Значно легше прогнозувати доходи від менш ризикованих компаній (бізнесу), і навпаки, зайняття ненадійним бізнесом чи співробітництво з невідомими фірмами є ризикованим, оскільки доходи від них можуть бути несталими. Таким чином, рівень доходу (ставка дисконту) нижче у надійній справі, а інвестування ризикованої справи вимагає більшої компенсації за ризик.

Фактор часу також значно впливає на рівень ризику. Готівка для інвестора важить більше, ніж гроші у майбутньому. Коли інвестор вкладає свій капітал у певний бізнес, він завжди ризикує або відчуває непевність, що капітал у майбутньому принесе очікуваний прибуток. І чим триваліший термін вкладу, тим більший ризик, тобто ризик є зростаючою функцією часу. Щоб примусити інвестора розлучитися із своїми грошима надовго, потрібно його переконати, що він отримає добру компенсацію. Інвестор повинен одержати винагороду за те, що взяв на себе ризик часу.

Коли гарантовано, що інвестиції не завдадуть збитків і вкладаються на дуже короткий період, їх називають безпечними.

Таким чином, рівень ризику можна поділити на безпечну ставку і премію за ризик, пов’язаний із фактором часу.

Безпечна ставка – це процентна ставка, що сплачується за неризиковані активи або ті, що мають гарантований дохід. Вона і є критерієм для оцінки ризикованості інших активів.

Премія за ризик – це необхідна норма доходу понад безпечний дохід на капітал. Як свідчить практичний досвід, премія за ризик на цінні папери з багаторічним терміном погашення завжди вища за премію на ті цінні папери, що випускаються на рік.

Особливість методів аналізу ризику полягає у використанні категорій імовірності та статистичного аналізу. Так здійснюється аналіз ризиків за світовими стандартами.

Ризик можна оцінити, враховуючи мінливість очікуваних доходів. Якщо мінливість висока, важко точно передбачити, якими будуть надходження (доходи, прибуток). Якщо мінливість сподіваних доходів незначна і не дуже змінюється, результати вкладення інвестицій чи інших видів діяльності легше передбачити.

Отже, загальний рівень ризику складається з безпечної ставки і премії за ризик, що визначається як різниця між загальним рівнем ризику і безпечною ставкою.

Залежність ризику від часу (термінів погашення) можна проілюструвати даними таблиці 12.1.

Таблиця 12.1

Залежність ризику від часового фактора

Вид вкладень

Строки окупності капіталу (термін погашення)

Безпечна ставка, %

Премія за ризик, %

Загальний ризик, %

Цінні папери

3 місяці

1 рік

20 років

5

5

5

0

12

325

5

17

330

Як бачимо, ризик, пов’язаний із короткостроковими вкладеннями, значно менший, ніж із довгостроковими. Масштаб відхилень рівня ризику з надією отримати очікуваний дохід може бути значним. Розмір відхилень від середнього рівня ризику у той чи інший бік залежить від надійності вкладення капіталів.

У літературі найбільш часто виділяють два підходи до визначення ризику проектів, які використовуються послідовно:

1) аналіз чутливості і можливих сценаріїв проекту;

2) оцінка ризиків за допомогою різних статистичних та імовірнісних методів.

12.3. Аналіз чутливості проекту

Мета аналізу чутливості полягає у порівнянні впливу окремих факторів інвестиційного проекту на його основний показник, наприклад, внутрішню норму прибутковості.

Послідовність проведення аналізу чутливості.

1. Вибір основного показника ефективності інвестицій, наприклад, внутрішня норма прибутковості (IRR) або чиста теперішня вартість (NPV).

2. Вибір факторів (показників), які мають неоднозначний характер, наприклад, капітальні витрати, ціна на товар, обсяг продажу, компоненти собівартості продукції.

3. Встановлення номінальних (за проектом) та граничних (максимальних і мінімальних) значень неоднозначних факторів. Граничних значень може бути декілька, наприклад, + 5 % та + 10 % від номінального значення (усього в цьому прикладі чотири).

4. Розрахунок основного показника для всіх обраних граничних значень неоднозначних факторів.

5. Побудова графіку чутливості для всіх неоднозначних факторів (рис. 12.2).

Рис. 12.2. Чутливість проекту по відношенню до невизначених факторів

Цей графік дозволяє зробити висновки про найбільш критичні фактори інвестиційного проекту з метою подальшого контролю за ними у процесі його реалізації. Наприклад, якщо ціна є критичним фактором, у подальшому необхідно звернути увагу на програму маркетингу та якість товару. Якщо проект є чутливим до зміни обсягів виробництва, необхідно більше уваги приділити удосконаленню внутрішнього менеджменту та підвищенню продуктивності праці. Якщо критичним фактором є матеріальні витрати, доцільно приділити увагу відносинам із постачальниками.

12.4. Аналіз сценаріїв проекту

Аналіз сценарію – методика аналізу ризику, яка розглядає чутливість реагування очікуваного прибутку до змін у ключових змінних величинах та можливий інтервал їх значень.

Аналіз сценарію розглядає «погані» та «добрі» фінансові обставини, які можливі в очікуваній ситуації. При цьому фінансовий аналітик просить операційних менеджерів підібрати «поганий» набір обставин (низька ціна продажу, низький обсяг продажу, високі змінні витрати на одиницю тощо), середній (або «більш можливий») набір і «добрий» набір обставин.

Щоб оцінити переваги різних напрямів інвестицій і оперувати ними, ці відхилення доцільно звести до одного значення, а потім у його межах прогнозувати різні рівні прибутку з урахуванням ймовірності їх досягнення. Сума величин ймовірності дорівнює 1.

При оцінці ризику проектів нових підприємств чи реконструкції діючих слід враховувати, що ймовірні значення допомагають визначити можливість одержання очікуваних прибутків за тих чи інших умов. Визначити розмір прибутку та ймовірність його одержання можна за допомогою спостережень, набутого досвіду, сфери прикладання капіталів (в освоєну справу, справу, яка лише освоюється, чи нову). Чим більша невпевненість у кінцевому результаті, тим ширше межа відхилень прибутковості від середнього значення. Залежно від складності, точності аналізу та розрахунків прибутку менеджер (економіст) надає величину ймовірності кожному значенню у межах відхилень (табл. 12.2).

Таблиця 12.2

Розподіл значень ймовірності очікуваних прибутків

Оцінка можливого результату

Запроектований прибуток, млн. грн.

Д

Значення ймовірності

Рi

Можливий (очікуваний) прибуток, млн. грн.

( Д х Рi )

Проект А

Песимістична

10,0

0,20

2,0

Стримана

33,3

0,60

20,0

Оптимістична

50,0

0,20

10,0

Разом

1,00

32,0 (Дс)

Проект В

Песимістична

8,0

0,25

2,0

Стримана

30,0

0,50

15,0

Оптимістична

60,0

0,25

15,0

Разом

1,00

32,0 (Дс)

Аналізуючи очікувані прибутки проектів А і В, слід зазначити, що їх мінливість у проекті А нижча (від 10,0 до 50,0), ніж у проекті В (від 8,0 до 60,0). Межа дисперсії прибутку проекту А – 40,0 (10,0 – 50,0), проекту В – 52,0 (8,0 – 60,0). Ймовірність одержаного результату оцінюється за трьома рівнями: песимістичний, стриманий, оптимістичний. Після перемноження прибутку на значення ймовірності та підсумовування результатів одержують сумарне значення очікуваних прибутків. В обох випадках воно вийшло однаковим – 32,0. Отже, ризик проекту А нижчий, бо значення відхилення очікуваного прибутку менше.

Мірою цих відхилень є середньоквадратичне значення. Воно й визначатиме відносну ризикованість кожного проекту (табл. 12.3).

Таблиця 12.3

Визначення середньоквадратичного відхилення значень очікуваного прибутку

Д

Дс

Д – Дс

( Д – Дс )

Рi

(Д – Дс ) х Рi

Проект А

10,0

32,0

22,0

484,0

0,20

96,8

33,3

32,0

1,3

1,69

0,60

1,01

50,0

32,0

18,0

324,00

0,20

64,80

Разом (дисперсія) 162,61

8,0

32,0

24,0

576,00

0,25

144,00

30,0

32,0

2,0

4,00

0,50

2,00

60,0

32,0

28,0

784,00

0,25

196,00

Разом (дисперсія) 342,00

Визначення середньоквадратичного відхилення:

,

де t – число спостережень;

Д – запроектований прибуток;

ДС – очікуваний середній прибуток;

Рi – ймовірність одержання прибутку.

Середньоквадратичне відхилення очікуваних прибутків за різної оцінки можливості їх досягнення дорівнюватиме:

проект А: = ;

проект В: .

Отже, розрахунки показують, що вкладення капіталів за проектом А менш ризиковане, оскільки відхилення очікуваних прибутків можуть коливатися у межах 12,7 порівняно з проектом В, де межа відхилень 18,5.

Ми розглянули приклад, коли сумарне середнє значення очікуваних прибутків за обома проектами однакове.

Якщо ж ці значення різні, важко порівняти абсолютні показники дисперсії, що визначаються за допомогою середньоквадратичного відхилення. У цьому випадку ризикованість того чи іншого проекту визначається коефіцієнтом варіації.

Коефіцієнт варіації Кv дорівнює відношенню середньоквадратичного відхилення до очікуваного середнього значення прибутку ДС :

.

Значення середньоквадратичного відхилення при різних значеннях сумарного середнього відхилення прибутку (проекту) за різними проектами визначається аналогічно до наведеного прикладу.

У нашому випадку коефіцієнт варіації очікуваних прибутків обох проектів дорівнює:

Кv проекту А=

Кv проекту В =

Ризик нижчий там, де коефіцієнт варіації нижчий. Тобто перевагу має той проект, де коефіцієнт варіації нижчий, а співвідношення ризику і доходу сприятливіше. Проведені вище розрахунки стверджують нижчу ризикованість проекту А, тому капітальні вкладення доцільніше робити саме в цей проект.

Таким чином, аналіз сценарію забезпечує корисною інформацією щодо ризику проекту. Але цей метод дещо обмежений, бо розглядає тільки декілька окремих результатів, хоча в дійсності існує нескінченне число ймовірностей. Наступний метод визначення ризику проекту вирішує цю проблему.

12.5. Метод імітаційного моделювання Монте-Карло

Моделювання Монте-Карло називається так, бо цей тип аналізу виник при математичному дослідження гри в казино, який поєднує чутливість реагування та ймовірність розподілу вхідної змінної величини. Однак таке моделювання потребує сильного комп’ютерного забезпечення, тоді як аналіз сценарію можливо провести, використовуючи ПК із програмою електронних таблиць або навіть застосовуючи калькулятор.

Головна мета моделювання – наблизити гіпотетичні ситуації до реальних. Оскільки справжні майбутні грошові потоки або ставки дисконту невідомі, грошовим потокам і дисконтним ставкам надаються різні припустимі значення, а потім розглядаються результати. Ці випадки, що базуються на припущенні, називаються імітованими подіями. Імітовані події в оцінці доцільності інвестицій використовуються для дослідження NPV і IRR проектів із різними грошовими потоками.

В аналізі моделювання програма починає навмання вибирати значення для кожної змінної – ціна продажу, його обсяг, змінні витрати на одиницю продукції тощо. Потім ці значення об’єднуються і розраховується NPV проекту та записується у пам’яті комп’ютера. Далі навмання відбирається інший набір вхідних даних і розраховується відповідне значення NPV. Цей процес може повторюватись тисячі разів, і, врешті-решт, отримується тисяча значень NPV

Кінцевий етап цього методу аналізу полягає в обробці та інтерпретації отриманих результатів. Кожне значення NPV є імовірність настання цієї події і розраховується за формулою:

Р = 100 : n,

де Р – імовірність настання події, %; n – кількість варіантів розрахунків NPV.

Наприклад, якщо кількість варіантів розрахунків NPV дорівнює 5000, то ймовірність одного варіанту становить:

Р = 100:5000 = 0,02 %.

В якості міри ризику в інвестиційному проектування доцільно використовувати ймовірність отримання від’ємних значень NPV. Ця ймовірність оцінюється як відношення кількості результатів із від’ємним NPV до загальної кількості отриманих результатів у процентах.

Наприклад, якщо з 5000 варіантів від’ємне значення NPV було отримано 3454 рази, то міра ризику становить: 3454 : 5000 = 69,1 %.

12.6. Модель оцінки капітальних активів (МОКА) в оцінці доцільності інвестицій

Модель оцінки капітальних активів (МОКА) використовується у фінансових інвестиціях для визначення необхідної ставки доходу від акцій або портфеля інвестицій. При оцінці доцільності інвестицій цей метод розглядає проект як акції компанії та припускає, що його дохідність пов’язана з дохідністю всіх активів компанії або доходом усієї галузі. Розрахунок здійснюється за допомогою наступного рівняння:

Kp = Rf + ( Km – Rf) p,

де Kp – необхідна ставка доходу від проекту, що оцінюється;

Km – дохідність ринкового портфеля;

Rf – безпечна ставка;

p – бета проекту.

Якщо проект, який вивчається, має той же рівень ризику, що й будь-який типовий проект компанії, можна скористатися компанії як проекту.

Приклад. Припустимо, що необхідно визначити NPV проекту, але не відомо, якою ставкою дисконту слід скористатись. Проте відомо, що компанії дорівнює 1,5, безпечна ставка – 8 %, а дохідність ринкового портфеля за індексом ПФТС (позабіржової фондової торгівельної системи ) – 12 %. Ризикованість проекту не дуже відрізняється від рівня ризику інших проектів компанії.

Розв’язок. Оскільки ризик проектів однаковий, можна сказати, що (або відповідний ризик проекту) повинен наближатися до компанії, тобто 1,5.

Скориставшись рівнянням Kp = Rf + ( Km – Rf) p та наведеними даними, можна визначити необхідну ставку доходу (дисконту):

Kp = 0,08 + 1,5 (0,16 – 0,08) = 0,20, або 20 %.

Після того, як визначена ставка дисконту, можна вирахувати NPV проекту. Для цього потрібно дисконтувати очікувані грошові потоки на ставку 20 %, потім віднять від початкових інвестицій значення теперішньої вартості грошових потоків. Якщо значення NPV дорівнюватиме нулю або буде позитивне, можна схвалювати проект уже тому, що рівень 2 0% необхідної ставки доходу буде витриманий.

А якщо проект нетиповий для інвестицій компанії? Іншими словами, як можна застосувати МОКА для проекту, ризик якого за інші показники відрізняються від середніх або звичайних проектів, які реалізує компанія? У такому випадку необхідно шукати схожі проекти поза фірмою.

12.7. Механізми нейтралізації інвестиційних ризиків

Для ефективного управління ризиками інвестиційних проектів застосовуються різноманітні методи. Основні інструменти управління ризиками наведені у таблиці 12.4.

Таблиця 12.4

Основні інструменти управління проектними ризиками

№

п/п

Категорія інструментів

Види, форми та способи реалізації

1.

Юридичні гарантії

Відповідні статті договорів, угод, контрактів, що визначають розподіл ризиків між сторонами. Реалізація здійснюється на підставі вільного волевиявлення сторін або шляхом звернення до арбітражного суду

2.

Гарантії банку

2.1. Гарантії на користь кредитора:

а) необмежені, тобто на весь строк кредитного договору на повну силу платіжних зобов’язань за договором

б) обмежені як у часі, так і за обсягом зобов’язань, у тому числі:

гарантія на завершення робіт за проектом (до пуску об’єкта в експлуатацію)

гарантія покриття непередбачених витрат за проектом на інвестиційній фаз;

гарантія покриття додаткових витрат позичальника щодо погашення кредитних зобов’язань на виробничій фазі у разі недостатності грошових потоків за проектом

Гарантії на користь кредитора можуть бути:

а) умовними ( що передбачають гарантований платіж у разі надання гаранту всього комплекту документів, які підтверджують порушення обов’язків позичальником)

б) безумовними ( платіж здійснюється за першою вимогою кредитора)

2.2. Гарантії на користь замовника проекту:

а) гарантія повернення авансу

б) тендерна гарантія

в) гарантія належного виконання контракту

2.3. Гарантії на користь підрядника/ постачальника як засіб забезпечення платежу в разі надання замовнику проекту комерційного кредиту. Спосіб реалізації і ступінь покриття залежать від типу та умов гарантії (умовна, безумовна, обмежена, необмежена та інші)

3.

Резервні фонди

Резервний фонд окремого учасника проекту для покриття непередбачених витрат за проектом (самострахування).

Спільний резервний фонд, що формується всіма учасниками проекту ( взаємне страхування)

4.

Застави, депозити на спеціальних рахунках

4.1. Активи проекту (як матеріальні, так і грошові) як застава для покриття кредитних ризиків банку

4.2. Депонування грошей учасником тендеру для покриття ризиків замовника проекту (як альтернатива банківської тендерної гарантії)

4.3. Депонування коштів підрядником для покриття ризиків замовника, пов’язаних із можливою несплатою імпортного мита за ввезення будівельної техніки із-за кордону (як альтернатива банківської гарантії)

4.4. Активи підрядника (будівельна техніка та інше майно) як застава для покриття можливих ризиків замовника за підрядним контрактом

5.

Непрямі гарантії

5.1. Контракти на реалізацію продукції, що вже випускається (непроектної) у рамках діючого виробництва як забезпечення банківського кредиту для фінансування проекту (розширення, реконструкції, виробництва та інше)

5.2. Довгострокові контракти на постачання виробничих ресурсів для забезпечення об’єкта інвестиційної діяльності (сировина, матеріали, енергоносії)

6.

Утримання частки платежів за контрактом

Використовується для захисту інтересів замовника; за рахунок утримань (звичайно обумовлений процент за кожним платежем) формується фонд для покриття можливих ризиків у зв’язку з реалізацією контракту

7.

Доручення

Застосовується як альтернатива банківської гарантії для забезпечення належного виконання контракту (на постачання, підрядного, консультаційного); звичайно видається компанією, що має такий же напрям діяльності, як і виконавець (постачальник, підрядник, консультант); часто довіреною особою виступає материнська компанія

8.

Контракти з фіксованою ціною

Даний інструмент використовується для контрактів на виконання будівельно-монтажних робіт (як додаткова гарантія банку за ризиками перевищення кошторисних витрат). За контрактами на постачання машин та обладнання ціни звичайно є фіксованими (за винятком довгострокових контрактів, що пов’язані з виготовленням унікальної, технічно складної продукції

9.

Резервні кредити

Даний кредит передбачає відкриття позичальнику кредитної лінії протягом обумовленого періоду на фіксовану суму; призначений для покриття можливих витрат за проектом. Процентні ставки за резервним кредитом звичайно вище за ставки основного кредиту. Сума резервного кредиту знаходиться в межах 10 – 25 % щодо суми основного кредиту

10.

Вексельні інструменти

Вексель як зобов’язання позичальника (замовника проекту) повернути заборгованість за комерційним кредитом має деякі переваги порівняно з банківськими гарантіями, бо його використання детально регламентоване нормами міжнародного права. Для додаткового захисту інтересів кредитора вексель може бути авальованим: банк дає гарантію сплати за векселем у вигляді напису (аваля) на векселі

11.

Форфейтинг

Банківська операція, яка пов’язана з використанням вексельних інструментів. Полягає в тому, що банк купує векселі (та інші боргові зобов’язання) позичальника кредиту. Мета форфейтингу полягає у захисті постачальника (підрядника) від ризику неплатоспроможності позичальника, використовується у наступних випадках:

а) постачанні машин, обладнання та проведенні підрядних робіт на великі суми

б) довгострокових (5-7 років) комерційних кредитах (звичайний строк врахування векселів – 90-180 днів)

12.

Резервні акредитиви

Використовуються як інструмент захисту інтересів постачальника (підрядника), що надає комерційний кредит замовнику; банк замовника відкриває на користь кредитора акредитив, за умовами якого банк здійснює платіж у разі невиконання боргових зобов’язань замовником

12.

Безвідзивні документарні акредитиви

Використовується як інструмент захисту інтересів постачальників (підрядників). Передбачає сплату грошей банком, в якому замовник відкриває акредитив, у разі надання документів, що підтверджують постачання товару або виконання робіт за проектом. Належить до так званих непрямих гарантій. Для більш повної гарантії платежів постачальники (підрядники) можуть вимагати від замовника відкриття підтверджених акредитивів

14.

Умови платежів за контрактом

14.1. Умови (перш за все графік) платежів за контрактом постачання товару (виконання підрядних робіт) захищають інтереси як замовника, так і постачальника (підрядника). Схема платежів може виглядати (як варіант) наступним чином:

а) 5-10 % суми контракту – аванс після підписання контракту (забезпечення перед постачальником (підрядником) зобов’язань замовника)

б) 5-10 % – мобілізаційний аванс (після прибуття робітників, будівельного обладнання та матеріалів)

в) 10-15 % – оплата з безвідзивного акредитиву рахунків постачальника (підрядника) при наданні документів, що підтверджують факт постачання

г) сума контракту, що залишилася, сплачується на умовах комерційного кредиту з різними графіками погашення; після надання підтверджуючих документів замовник виписує постачальнику (підряднику) векселі (прості) або підписує тратти (перевідні векселі). Як правило, на останні 5-10 % суми контракту видаються векселі (тратти) після завершення строку гарантійної експлуатації об’єкта

14.2. У деяких випадках для захисту інтересів замовника (ризик неналежного виконання робіт) із кожного платежу здійснюються відрахування до спеціального фонду для покриття можливих збитків та витрат, що виникають у замовника в гарантійний період.

Ефективна реалізація даного інструмента (умови платежів за контрактом) можлива при додатковому використанні інших інструментів: юридичних гарантій, гарантій авансованого платежу, безвідзивних (і бажано підтверджених) документарних акредитивів та інших

15.

Банківські рахунки з особливим режимом

Рахунки для депонування учасниками проекту грошових коштів у якості забезпечення зобов’язань перед іншими учасниками проекту. Як правило, такі рахунки відкриваються та управляються відповідно до трастового договору (наприклад, банківські рахунки, на яких депонуються кошти учасників тендеру, призначені для застави).

Іноді використовуються так звані рахунки «ескроу» (escrow accounts), їх звичайно відкривають у банках за межами країни, в якій реалізується проект. Ці офшорні рахунки слугують для зниження таких ризиків, як заборона або обмеження з боку держави на переказ виручки від реалізації проекту за кордон. Рахунки «ескроу» поповнюються за рахунок реалізації експортної продукції, відкриваються позичальником на користь банка-кредитора, звичайно з цих рахунків здійснюється погашення суми боргу та процентів

16.

Обов’язки засновників (спонсорів) проекту по додатковим внескам в капітал проектної компанії

Це зобов’язання надається кредитору проекту для зниження ризику перевищення витрат за проектом. Використовується як додатковий або альтернативний інструмент фінансування непередбачених інвестиційних витрат. Альтернативою зобов’язанням здійснювати додаткові внески в капітал проектної компанії можуть бути зобов’язання засновників надавати так звані «субординовані» кредити (погашення заборгованості за «субординованим» кредитом здійснюється тільки після виконання позичальником своїх платіжних зобов’язань за початковим банківським кредитом

17.

Страхування

17.1. Страхування експортних кредитів. Звичайно застосовується для :

а) страхування економічних та комерційних ризиків

б) страхування політичних ризиків

Більш розповсюджене страхування кредитів від політичних ризиків. Здійснюється державними або напівдержавними страховими компаніями

17.2. Страхування внесків у капітал проекту та різні види проектних активів. Звичайно застосовується у формі страхування іноземних інвестицій від політичних ризиків (конфіскації, націоналізації тощо). Здійснюється державними або напівдержавними страховими компаніями, а також багатостороннім агентством щодо гарантій інвестицій, що входить до групи Світового банку

17.3. Страхування вантажів при постачанні машин, обладнання та інших інвестиційних товарів. Умови страхування залежать від умов постачання Incoterms

17.4. Страхування будівельних ризиків:

будівельних робіт

будівельних матеріалів

виконання будівельних та монтажних робіт

17.5. Страхування від різних комерційних, технічних та інших ризиків на виробничій фазі проектного циклу

17.6. Інші види страхування, пов’язані з експлуатацією об’єкта інвестування

18.

Розподіл ризиків між учасниками проекту

Розподіл ризиків відбувається між учасниками проекту на підставі підписання різних угод, контрактів, договорів.

Розподіл ризиків може здійснюватись також за рахунок створення банківських синдикатів або підрядно-будівельних консорціумів

19.

Аналіз ризиків проекту на передінвести-ційній фазі

19.1. Ідентифікація ризиків на етапі розробки концепції та обґрунтування проекту

19.2. Кількісна та якісна оцінка ризиків проекту в процесі обґрунтування проекту

19.3. Підготовка програми управління ризиками на інвестиційній та виробничий фазі проекту

20.

Хеджируван-ня ризиків

Техніка страхування від фінансових та комерційних ризиків, яка може застосовуватись різними учасниками проекту (кредитором – для захисту від процентного ризику; проектною компанією – для захисту від зниження цін на продукт).

Хеджування – це укладання протилежних ф’ючерсних угод за різними видами контрактів. Механізм хеджування полягає в тому, що якщо підприємство зазнає збитків як продавець, воно отримує прибутки в такому ж розмірі, як покупець ф’ючерсних контрактів.

Ф’ючерсний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов’язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов’язань сторонами контракту.

Існує три види біржових угод із використанням ф’ючерсних контрактів:

купівля-продаж реальних активів або цінних паперів з постачанням в майбутньому періоді

купівля-продаж ф’ючерсних контрактів на визначену кількість активів або цінних паперів

ліквідація позиції за ф’ючерсними контрактами під час постачання активу

21.

Диверси-фікація

Застосовується банками-кредиторами та інвесторами, що фінансують та реалізують одночасно портфель інвестиційних проектів, для зниження галузевих та регіональних ризиків

До найбільш розповсюджених методів нейтралізації інвестиційних ризиків належать: метод диверсифікації, страхування, хеджування та розподілу інвестиційних ризиків.

Під диверсифікацією розуміється інвестування фінансових ресурсів у більш ніж один вид активів, тобто процес розподілу інвестицій між різними об’єктами вкладення, які між собою безпосередньо не пов’язані.

Одним із найбільш поширених способів запобігання або зменшення ризиків є страхування.

Страхування ризиків – це передача певних ризиків страховій компанії.

При аналізі важливо виділити групу ризиків, які можуть бути застраховані. Коли відбувається певна ризикова подія, інвестор має підстави сподіватися на відшкодування втрат, пов’язаних із цим ризиком.

До ризиків, які підлягають страхування, належать:

– прямі майнові збитки, пов’язані з перевезеннями, роботою обладнання, поставкою матеріалів;

– непрямі збитки, спричинені демонтажем і переміщенням пошкодженого майна, повторним встановленням обладнання, неодержанням орендної плати;

– ризики, що підлягають обов’язковому страхуванню (від нещасних випадків на виробництві, захворювань, пошкодження майна, викрадення транспортних засобів).

Вищенаведені види ризиків зустрічаються в будь-якому проекті.

У широкому значенні страхування інвестицій розглядається як страхування тих об’єктів, обладнання, інженерних мереж, які були збудовані, змонтовані або впроваджені внаслідок реалізації інвестиційного проекту. Процеси страхування інвестицій та управління інвестиційними ризиками спрямовані на своєчасне завершення робіт підрядником при затратах, що знаходяться в межах визначеної замовником суми. Але досягти цього досить важко, що змушує останнього шукати страхового захисту від реально існуючого ризику незавершення підрядником будівельно-монтажних робіт у повному обсязі та у визначений термін або, можливо, перевищення ним витрат, спрямованих на реалізацію обумовлених договором робіт. Страхування ризиків капіталовкладень є угодою, за якою інвестор купує страховий поліс страховика, який не бере участі в даному інвестиційному проекті. Страхування поширюється тільки на інвестиційний процес і не охоплює об’єктів, створених у результаті інвестицій. До таких видів страхування належать:

– страхування будівництва;

– страхування на випадок зриву поставок будівельних матеріалів під час будівництва;

– страхування кредитів, що йдуть на забезпечення інвестицій тощо.

Ринкові відносини розширили сферу страхування фінансового ризику підприємств і включають, поряд із страхуванням, одержання прибутку, страхування рівня цін, стабільності надходжень сировини від постачальників тощо. Поряд із добровільним, існує обов’язкове страхування майна і медичне страхування, що передбачається кошторисом витрат підприємства.

Але існують такі види ризику, які не можуть охоплюватися страховими компаніями. Це ризики, пов’язані з нестабільністю внутрішньополітичного життя країни, до якої спрямовуються інвестиції. До них належать можливі втрати, пов’язані з конфіскацією, громадянською війною, зміною політичного курсу уряду, зміною суспільно-політичного устрою тощо.

Страхування подібних ризиків передбачає створення державних гарантійних фондів, які повинні забезпечити певні гарантії інвестицій приватних осіб в економіку тієї чи іншої країни.

У бізнес-плані зазначаються заходи щодо видів ризику, які не підлягають страхуванню – через неправильний вибір проекту, коливання кон’юнктури ринку, зміну цін і попиту, соціальну нестабільність. З цією метою на підприємстві може створюватись фонд комерційного ризику, величина якого коливається від 5 до 15 % прибутку. Далі переглядається рентабельність справи з урахуванням заходів, що плануються.

Хеджування – це процес страхування ризику від можливих збитків шляхом переносу ризику зміни ціни з однієї особи на іншу.

Хеджування здійснюється через укладення контракту, який призначений для страхування ризиків зміни ціни – хеджа між стороною, що страхує ризик (хеджером), та стороною, що бере ризик на себе (спекулянтом). Предметом контракту можуть бути різні активи – товари, валюта, акції, облігації тощо.

Хеджування може здійснюватись на підвищення або зниження цін. Хеджер прагне знизити ризик, спричинений невизначеністю цін на ринку, продаючи форвардні, ф’ючерсні чи опціонні контракти. Це дозволяє спрогнозувати доходи чи витрати, хоча ризик не зникає. Його бере на себе спекулянт, який іде на одержання прибутку, граючи на різниці цін.

У сучасній практиці широке розповсюдження отримав механізм розподілу ризиків.

Розподіл інвестиційних ризиків – це частковий трансферт партнерам фінансових ризиків за окремими операціями. На практиці застосовуються наступні напрями розподілу ризиків:

1) розподіл ризиків між учасниками інвестиційного проекту. Підприємство може передати підрядникам ризики, пов’язані з невиконанням календарного плану будівельно-монтажних робіт, їх низькою якістю тощо;

2) розподіл ризику між підприємством і постачальниками сировини та матеріалів. Його предметом є фінансові ризики, які пов’язані із втратою (псуванням) майна (активів) у процесі їх транспортування і здійснення вантажно-розвантажувальних робіт. Форми такого розподілу ризиків регулюються відповідними міжнародними правилами «ІНКОТЕРМС- 90»;

3) розподіл ризику між учасниками лізингової операції. Наприклад, при операційному лізингу підприємство передає орендодавцю ризик морального старіння використаного активу, ризик втрати ним технічної продуктивності (за умов дотримання встановлених правил експлуатації), а також інші ризики, що обговорюються в контракті.

Питання для перевірки засвоєних знань

1. Що є метою аналізу проектних ризиків?

2. Наведіть визначення ризику.

3. Чим зумовлені зовнішні непередбачувані ризики?

4. Як враховуються зовнішні непередбачувані ризики?

5. Охарактеризуйте внутрішні ризики.

6. Опишіть співвідношення ризику і доходу.

7. У чому полягає особливість методів аналізу ризиків?

8. З чого складається загальний рівень ризику?

9. Опишіть, у чому полягає аналіз чутливості проекту?

10. Наведіть сутність аналізу сценаріїв проекту.

11. У чому полягає сутність імітаційного моделювання?

12. Охарактеризуйте модель оцінки капітальних активів в оцінці доцільності інвестицій.

13. У чому полягає сутність механізму нейтралізації інвестиційних ризиків?

14. Охарактеризуйте основні інструменти управління проектними ризиками.

15. У чому полягає сутність розподілу інвестиційних ризиків?