

МІЖРЕГІОНАЛЬНА  
АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ ПЕРСОНАЛОМ



***В. Г. Федоренко***

# ***ІНВЕСТИЗНАВСТВО***

Підручник

*Допущено*

*Міністерством освіти і науки України*

3-тє видання, доповнене

Київ 2004

ББК 65.26я73  
Ф33

Рецензенти: *С. В. Бондаренко*, д-р екон. наук, проф.  
*С. А. Ушацький*, д-р екон. наук, проф.

*Схвалено Вченою радою Міжрегіональної Академії  
управління персоналом (протокол № 6 від 30.09.02)*

*Допущено Міністерством освіти і науки України  
(лист № 2/1166 від 11.07.2000)*

**Федоренко В. Г.**

Ф33 Інвестознавство: Підручник. — 3-тє вид., допов. — К.:  
МАУП, 2004. — 480 с.: іл. — Бібліогр.: с. 470–472.

ISBN 966-608-370-1

У третьому виданні підручника з урахуванням практики перебудови, останніх наукових розробок і законодавчих актів України приділяється значна увага інноваційній діяльності, її зв'язку з інвестиціями, що має велике значення при реструктуризації і сприяє економічному зростанню промисловості. Розглядаються також проблеми скорочення тривалості інвестиційного процесу та його подальшого удосконалення, що дає вагомий внесок у розвиток нового напрямку в економічній науці — інвестознавства. Особлива увага приділяється питанням відродження ринку фінансових інвестицій і капіталів, підвищення функціонування банківської системи, розвитку акціонерних капіталів і державних цінних паперів. Детально розглядаються питання розробки та впровадження бізнес-планів, а також питання використання страхового капіталу в інвестиційних процесах.

Для студентів і викладачів середніх і вищих навчальних закладів, фахівців усіх профілів, які займаються інвестуванням.

**ББК 65.26я73**

© В. Г. Федоренко, 2002  
© В. Г. Федоренко, 2004, допов.  
© Міжрегіональна Академія

ISBN 966-608-370-1

управління персоналом (МАУП), 2004

*Мужній людині, патріоту Вітчизни —  
моїй дорогій і любій мамі Марії Миколаївні  
Федоренко-Скалінській — присвячую*

## **ВСТУП**

На початку 80-х років ХХ ст. почалося реформування країн Центральної і Східної Європи, що потребувало значних довгострокових вкладень капіталу. Відтоді у практику державної діяльності ввійшло поняття “інвестиції”. Закон України “Про інвестиційну діяльність” від 18 вересня 1991 р. визначає інвестиції як усі види майнових та інтелектуальних цінностей, щокладаються в об’єкти підприємницької діяльності, в результаті чого утворюється дохід чи досягається соціальний ефект.

Розпочата в Україні економічна реформа потребує поживлення господарського життя з метою забезпечення економічного зростання держави. Досягти цього можна на основі фінансової стабілізації, структурної перебудови, приватизації, створення ринку капіталів. Особливо складною є проблема відродження фінансового ринку як саморегульованої системи переливання капіталів, системи довгострокових інвестицій.

Структурна криза української економіки, зумовлена її неефективністю, призвела до тривалого спаду і стагнації. Постає нагальна потреба маркетизації економіки з метою забезпечення економічного розвитку країни. Створення нової економічної системи, спроможної стимулювати економічне зростання за умови стабільних саморегульованих цін, є центральним завданням економічної реформи. Тому в основі будь-якої стратегії реформування має бути організація реального процесу поживлення економіки та інвестицій.

Економічне піднесення та інвестиційна активність досягаються лише через створення діючого ринку капіталів і приватизацію частини ресурсів і капіталів. Завдання відродження ринку фінансових інвестицій і капіталів містить як коротко- та середньостроковий аспекти, що передбачають підвищення ефективності функціонування банківської системи, так і довгостроковий аспект, пов’язаний з вирішенням проблеми розвитку ринку акціонерних капіталів і державних цінних паперів.

У сучасних умовах в Україні почав розвиватися первинний ринок цінних паперів. Емітентами цінних паперів є біржа, інвестиційні компанії і фонди, підприємства виробничого сектору. Розробка пакета відповідних нормативних документів прискорить акціонування підприємств, сприя-

тиме різкому збільшенню пропозиції цінних паперів. Водночас підвищуватиметься попит на цінні папери, що може зумовлюватись, наприклад, прагненням населення застрахувати власні заощадження від знецінювання у зв'язку з інфляцією.

Як засвідчила практика перебудови промисловості в Україні, процеси на фінансовому ринку як з погляду розвитку його окремих секторів і сегментів, так і з позицій розвитку діяльності інвестиційних інститутів є дуже динамічними. У цьому зв'язку велику роль відіграє держава як гарант стабільності фінансового ринку. На основі використання закономірностей руху фінансового капіталу держава й учасники ринку цінних паперів підтримують приватний та організований ринок, сприяють підвищенню ефективності економіки й економічному зростанню загалом.

Активне вторгнення підприємців на фінансовий ринок, активізація інвестиційної діяльності населення, погано обізнаного з об'єктивними закономірностями розвитку фінансового капіталу і ринку, за відсутності досвіду саморегуляції ринку можуть призвести як до великих втрат індивідуальних нагромаджень і заощаджень, так і до кризи ринку загалом.

Підприємництво в ринковій економіці здійснюється в умовах ринку. Підприємець повинен уміти передбачати, розраховувати й оцінювати. Ризик багато в чому модифікує поняття інвестиційних і фінансових рішень у ринковій економіці.

Формування і функціонування капіталу підприємства тісно пов'язані з фінансовим ринком. Одна з проблем, що постає перед підприємцем, полягає в тому, щоб сформувати оптимальну структуру капіталу підприємства в нових умовах.

Тому, дбаючи про становлення цивілізованого ринку, конче потрібно досліджувати об'єктивні властивості фінансового капіталу, ринку інвестицій, розглядати їх стосовно практики розвитку фінансового ринку в Україні. При цьому насамперед треба проаналізувати процеси капіталонагромадження різних категорій зберігачів, виявити тенденції секторів ринку.

Особливу увагу розвитку інвестиційної діяльності слід приділити в період переходу до ринкових відносин, коли економіка у зв'язку з потребою перепрофілювання більшості підприємств потребує великих інвестицій. Значний попит на інвестиції спричинюють також приватизаційні процеси. В умовах економічної кризи, яку переживає Україна, внутрішні інвестиційні можливості значно зменшились, що пов'язано насамперед зі зменшенням інвестиційних можливостей бюджету. Покладаються надії на надходження зовнішніх інвестицій, але цей процес поки що гальмується складною податковою системою, великою часткою державного майна, повільними кроками приватизації, нестабільністю політичної системи та кримінальною ситуацією, що склалась у країні.

У період переходу до ринкової економіки суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути державні, кооперативні, акціонерні та інші установи, а також приватні особи, причому всі вони мають однакові права й соціально-економічні гарантії. Через таку розмаїтість їх діяльність уже неможливо регулювати адміністративними методами, треба якнайшвидше розробити й запровадити такий механізм інвестування, який зробив би цей процес ефективним.

Ефективність інвестиційної діяльності визначається рівнем розвитку капітального будівництва, інвестиційного та промислово-будівельного комплексів, що, у свою чергу, залежить від виробничого потенціалу їх матеріально-технічної бази, кваліфікації виконавців, науково-технічного рівня проектних рішень, стану організації та планування інвестиційного процесу, забезпечення його фінансовими ресурсами.

В Україні на сучасному етапі розвитку економіки необхідною умовою ефективності інвестиційної діяльності є відродження фінансово-кредитного та інвестиційного ринків, про що вже йшлося. Економічного підсилення та активізації інвестиційної діяльності можна досягти тільки зі створенням ринку капіталів. Це завдання багатопланове й містить як коротко-, так і довгостроковий аспекти, пов'язані з вирішенням проблеми розвитку ринку акціонерних капіталів і державних цінних паперів. Останнє досягається заохоченням надходжень та інвестицій, а також коштів від приватизації.

У цьому виданні вперше розглядається питання, яке виникає при перебудові, — зв'язок інвестиційної та інноваційної діяльності. Значення інноваційної діяльності для розвитку економіки важно переоцінити. В сучасному світі показники інноваційної діяльності стають визначальними при оцінці економічного рівня розвитку держави. Конкуренція на міжнародному та внутрішньому ринках загострюється, що потребує підвищення уваги керівників корпорацій і фірм до інноваційної діяльності, бо тільки її результати дають змогу створити продукцію, яка б задовольняла зростаючі й мінливі вимоги ринку та забезпечувала високий рівень прибутків корпораціям.

Існуючий механізм інвестиційної діяльності поки що неповний і не має методологічної основи. Не відпрацьовані такі напрями, як фінансовий механізм інвестиційного процесу відтворення капіталу, механізм формування ресурсів і джерел інвестування на підприємстві, формування ринку цінних паперів та ін.

Пропонований підручник має на меті зробити науковий внесок у нову галузь економічної науки — **інвестознавство**. Таку спробу вже було здійснено у 1998 р. [40] і 1999 р. [41]. Як зазначалося, процес залучення капіталів потребує глибоких спеціальних знань теорії та практики інвестування.

Варто поглибити вивчення процесу нагромадження капіталу, механізму фондового ринку, а також об'єднати економіку будівництва з іншими галузевими економіками у спільний процес, пристосовуючи його до умов господарювання в Україні.

На Міжнародній конференції “Проблеми інвестиційного менеджменту в Україні” (Київ, серпень 1999 р.) автор у своїй доповіді виклав основні напрями цієї ідеї і репрезентував навчальний посібник “Інвестиційний менеджмент” (К.: МАУП, 1999), який учені-економісти (172 особи) одностайно затвердили як основу нової галузі в економічній науці — інвестознавства. З одностайною підтримкою ідей, розробок і викладених у посібнику напрямів розвитку нової галузі виступили міністр економіки України, кандидат економічних наук В. В. Роговий, голова Держбуду України В. М. Гусаков, директор Інституту економіки НАН України, член Президії НАН України, академік НАН України І. І. Лукінов, академік-секретар Відділення НАН України, директор Інституту економічного прогнозування НАН України, академік НАН України В. М. Геєць, директор Інституту економіки промисловості НАН України в м. Донецьку, член-кореспондент НАН України О. І. Амоша.

З метою подальшого розвитку інвестознавства як економічної науки автор та його послідовники видали монографії “Інвестиційні процеси в промисловості України” (2001 р.) та “Міжнародні і правові аспекти інвестиційної діяльності в Україні” (2002 р.), “Інвестування, зайнятість, освіта” (2002 р.) та “Шляхи підвищення ефективності інвестицій в Україні” (2003 р.), що дало змогу розкрити можливості втілення теоретичних розробок цього підручника у практику економічних справ в Україні.

Автор висловлює щире подяку за допомогу у здійсненні третього видання пропонованого підручника президенту МКА, МАУП, професору Г. В. Щокіну, віце-президенту з науково-дослідної та методичної роботи, професору М. Ф. Головатому, раднику президента НАН України, академіку НАН України М. Г. Чумаченку.

# ПОНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙ ТА ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

---

---

- Економічна сутність інвестицій. Поняття про валові та чисті інвестиції. Динаміка інвестування. Фактори, що впливають на обсяги інвестицій.
  - Класифікація інвестицій за об'єктами вкладання коштів, характером участі в інвестуванні, періодом інвестування, формами власності інвесторів, регіональною ознакою.
  - Сутність, мета і завдання інвестиційного менеджменту. Основні функції інвестиційного менеджменту.
  - Основні поняття інвестиційної діяльності.
- 
- 

## 1.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ

Економічна діяльність **суб'єктів господарювання**\* значною мірою характеризується обсягами та формами інвестицій.

Термін “інвестиція” походить від лат. *invest*, що означає “вкладати”. Нині інвестиції — це вкладання капіталу з метою подальшого його збільшення. Приріст капіталу в результаті його інвестування є компенсацією за ризик втрат від інфляції та неодержання процентів від банківських вкладень капіталу.

Джерелом приросту капіталу, основним мотивом інвестування є одержуваний прибуток. Обидва процеси — вкладання капіталу і одержання

---

\* Під терміном “суб'єкти господарювання” слід розуміти окремих підприємців, підприємства всіх форм власності, господарські товариства, усі види об'єднань.

прибутку — відбуваються в певному поточному часі, а саме: можна поступово вкладати капітал, а потім одержати прибуток; паралельно вкладати капітал й одержувати прибуток; вкладати капітал з інтервалами, а через деякий час одержати прибуток. У першому випадку прибуток буде одержано одразу після завершення інвестування в повному обсязі; у другому випадку прибуток можливий за умови повного завершення процесу інвестування; у третьому випадку між періодом інвестування та одержанням прибутку минає певний час, що залежить від форми інвестування та особливостей інвестиційного проекту.

У сучасній зарубіжній літературі термін “інвестування” часто трактується як придбання цінних паперів (акцій, облігацій). В Україні цей термін ідентифікується з терміном “капітальні вкладення”. Інвестиції в цьому разі розглядаються як вкладання у відтворення основних фондів (споруд, обладнання, транспортних засобів). Водночас інвестиції можуть спрямовуватись на поповнення обігових коштів, придбання нематеріальних активів (патентів, ліцензій, ноу-хау).

Окремі автори, визначаючи термін “інвестиції”, вважають, що останні існують тільки у грошовій формі. Але інвестування капіталу може здійснюватися також у будь-якій іншій майновій формі або у формі немайнових активів (досвіду роботи, пакетів програм, інших форм інтелектуальної власності); сукупності технічних, технологічних, комерційних та інших знань; виробничого досвіду; права використання землі, води, ресурсів, споруд, а також інших майнових прав.

Розрізняють інвестиції валові та чисті.

**Валові інвестиції** — це загальний обсяг інвестування за певний період, що спрямоване на нове будівництво, придбання засобів виробництва та приріст товарно-матеріальних засобів.

**Чисті інвестиції** — це сума валових інвестицій без суми амортизаційних відрахувань у певному періоді.

Динаміка чистих інвестицій характеризує економічний розвиток підприємства, галузі, держави. Якщо сума чистих інвестицій від’ємна, тобто обсяг валових інвестицій менший від суми амортизаційних відрахувань, це свідчить про зменшення обсягу випуску продукції. Якщо сума чистих інвестицій дорівнює нулю, це означає відсутність економічного зростання, а якщо сума валових інвестицій перевищує суму амортизаційних відрахувань, то це означає, що економіка розвивається.



## ДИНАМІКА ІНВЕСТИВАННЯ

Зі збільшенням обсягів чистих інвестицій збільшуються доходи. На обсяг інвестицій впливає багато факторів. Розглянемо основні з них. Обсяг інвестицій залежить від *розподілу доходу на використання та заощадження*.

В умовах низьких середньодушових доходів основна їх частина витрачається на споживання. Зі збільшенням доходів збільшується їх частина, спрямована на заощадження. Вона і є джерелом внутрішніх інвестиційних ресурсів. Залежність обсягу інвестицій від питомої ваги заощадженої частини доходів показана на рис. 1.

На обсяг інвестицій істотно впливає *очікувана норма чистого прибутку*. Як відомо, в умовах ринкової економіки прибуток є основним мотивом інвестування. Зі збільшенням очікуваної норми чистого прибутку обсяг інвестицій збільшується (рис. 2).

На обсяг інвестицій істотно впливає й *ставка позичкового процента*, оскільки у процесі інвестування використовується як власний, так і позичковий капітал. Якщо очікувана норма чистого прибутку перевищує ставку позичкового процента, то за інших рівних умов інвестування буде

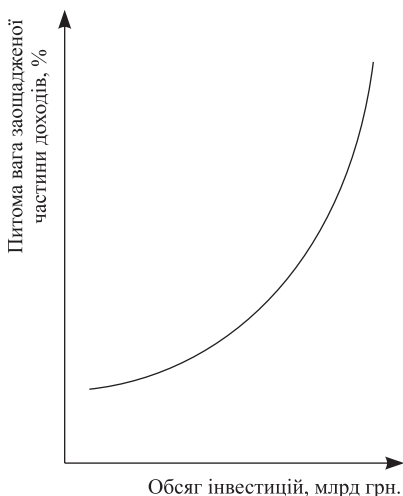


Рис. 1. Залежність обсягу інвестицій від питомої ваги заощадженої частини доходів

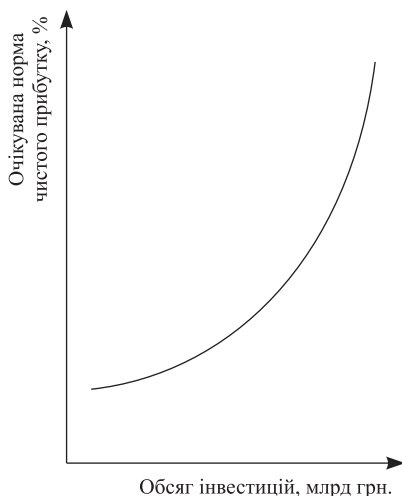
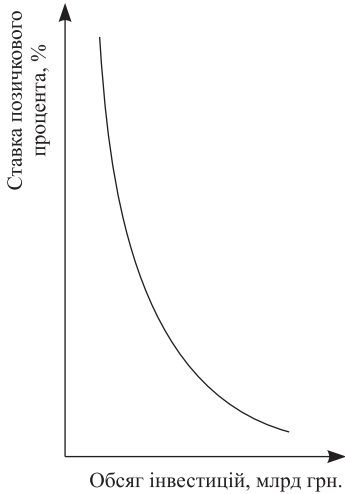
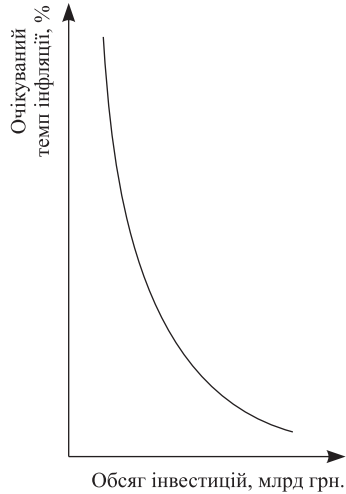


Рис. 2. Залежність обсягу інвестицій від очікуваної норми чистого прибутку



**Рис. 3. Залежність обсягу інвестицій від ставки позичкового процента**



**Рис. 4. Залежність обсягу інвестицій від очікуваного темпу інфляції**

ефективним. Зі збільшенням ставки позичкового процента обсяг інвестицій зменшується, і навпаки (рис. 3).

*Очікуваний темп інфляції* також істотно впливає на обсяг інвестицій. Що вищий очікуваний темп інфляції, то швидше знецінюється очікуваний прибуток після процесу інвестування (рис. 4). Цей фактор має вирішальне значення в разі довгострокового інвестування.

## **1.2. КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ**

Інвестиції в об'єкти підприємницької діяльності класифікуються за певними ознаками.

1. **За об'єктами вкладання коштів (майна)** розрізняють інвестиції реальні та фінансові. Під *реальними інвестиціями* розуміють вкладання коштів (майна) у реальні активи — матеріальні та нематеріальні (іноді інвестиції в нематеріальні активи, що пов'язані з науково-технічним прогресом, характеризують як інноваційні). *Фінансові інвестиції* — це вкладання коштів у фінансові інструменти (активи), серед яких превалюють цінні папери.

2. **За характером участі в інвестуванні** розрізняють інвестиції прями та непрямі. *Пряме інвестування* здійснюють інвестори, які безпосередньо добирають об'єкти інвестування та вкладають в них кошти (майно, активи). Як правило, інвестори добре обізнані з об'єктом інвестування і знають механізми інвестування. *Непрямі інвестиції* здійснюють інвестиційні чи фінансові посередники. Оскільки не всі інвестори мають необхідну кваліфікацію для ефективного добору об'єктів інвестування та управління інвестиціями, то певна їх частина купує цінні папери, які випускають інвестиційні та фінансові посередники. Зібрані кошти посередники вкладають у найефективніші, на їхній погляд, об'єкти інвестування, керують ними, а потім розподіляють одержаний прибуток між своїми клієнтами — інвесторами.

3. **За періодом інвестування** інвестиції поділяють на коротко- та довгострокові. *Короткострокові інвестиції* здійснюють на період до одного року. До них належать короткострокові депозитні вклади, придбання короткострокових ощадних сертифікатів. *Довгострокові інвестиції* здійснюють на період понад рік. Великі інвестиційні компанії розподіляють їх на чотири види: до двох років; від двох до трьох років; від трьох до п'яти років; понад п'ять років.

4. **За формами власності інвесторів** розрізняють інвестиції приватні, державні, іноземні та спільні. *Приватні інвестиції* здійснюють фізичні особи, а також юридичні особи з приватним капіталом, *державні* — державні та місцеві органи влади, державні (казенні) підприємства з бюджетних і позабюджетних фондів, власних і позичкових коштів, *іноземні* — фізичні та юридичні особи іноземних держав, *спільні* — суб'єкти певної держави та іноземних держав.

5. **За регіональною ознакою** розрізняють інвестиції в державі та поза її межами. *Внутрішні інвестиції* здійснюють в об'єкти інвестування в межах держави, а *іноземні* — поза її межами. До іноземних інвестицій належить також придбання різних фінансових інструментів інших держав — акцій іноземних компаній, облігацій інших держав тощо.

Наведена класифікація інвестицій відображає їх найістотніші ознаки. У наукових джерелах зустрічаються також інші класифікації.

### **1.3. СУТНІСТЬ, МЕТА І ЗАВДАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ**

**Інвестиційний менеджмент** — це процес управління всіма аспектами інвестиційної діяльності суб'єкта підприємництва. *Основна мета* інвестиційного менеджменту — забезпечити найефективнішу реалізацію інвестиційної стратегії суб'єктів підприємницької діяльності. Для цього необхідно розв'язати такі *основні завдання*:

- забезпечити високий темп економічного розвитку суб'єктів підприємництва шляхом здійснення ефективної інвестиційної діяльності, розширення її обсягів, а також шляхом галузевої, асортиментної та регіональної диверсифікації цієї діяльності;
- максимізувати прибуток від інвестиційної діяльності, оскільки одержання прибутку — основна мета суб'єктів підприємництва;
- мінімізувати інвестиційні ризики, бо за несприятливих умов вони можуть призвести до втрати не тільки прибутків, а й частини інвестиційного капіталу;
- забезпечити фінансову стабільність і платоспроможність суб'єктів підприємництва у процесі реалізації інвестиційних програм. Оскільки інвестиційна діяльність пов'язана із вкладанням значних фінансових ресурсів, як правило, на тривалий період, то це може призвести до зниження платоспроможності інвестора, несвоечасної сплати поточних рахунків і платіжних зобов'язань перед контрагентами, державним бюджетом тощо. Тому під час формування джерел фінансових ресурсів слід прогнозувати вплив інвестиційної діяльності на фінансову діяльність суб'єкта та його платоспроможність;
- визначити можливі варіанти прискорення реалізації інвестиційних програм. Останні необхідно реалізувати якнайшвидше, оскільки це сприятиме прискоренню економічного розвитку підприємств (організацій), швидкому формуванню грошових потоків у вигляді прибутку від інвестицій та амортизаційних відрахувань, скороченню термінів використання кредитних ресурсів, зменшенню інвестиційних ризиків, пов'язаних з несприятливими змінами кон'юнктури інвестиційного клімату.

Пріоритетним завданням є забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства за умови його достатньої фінансової стабільності, а не максимізація прибутку, як вважають окремі автори публікацій на цю тему.

Розглянуті завдання визначають такі *основні функції інвестиційного менеджменту*:

- дослідження зовнішнього інвестиційного середовища та прогнозування кон'юнктури інвестиційної діяльності;
- розробка стратегічних напрямів інвестиційної діяльності суб'єкта підприємства;
- розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів суб'єкта інвестиційної діяльності;
- пошук і оцінювання інвестиційної корисності реальних проектів і вибір з них найефективніших;
- оцінювання інвестиційних якостей фінансових інструментів і вибір з них найефективніших;
- формування та оцінювання інвестиційного портфеля за критеріями доходності, ризику та ліквідності;
- поточне планування та оперативне управління реалізацією окремих програм і проектів;
- організація моніторингу інвестиційних програм і проектів;
- підготовка рішень про своєчасну відмову від неефективних проектів (продаж окремих фінансових інструментів).

## **1.4. ОСНОВНІ ПОНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

Поточний стан економіки визначається діяльністю господарюючих суб'єктів, майбутній — обсягами інвестицій у виробництво.

У процесі виготовлення продукції та надання послуг зношуються основні фонди підприємств: будівлі, споруди, машини, обладнання. Для їх відновлення нагромаджується амортизаційний фонд. Обсяг амортизаційних фондів підприємств, нарахований за певний період часу, визначає обсяг коштів, необхідних для простого відновлення зношених основних фондів. Основні фонди підприємств відновлюються у процесі інвестиційної діяльності. Якщо обсяг інвестицій дорівнює обсягу амортизаційного фонду, відбувається просте відновлення.

Розподіл валового внутрішнього продукту (ВВП) на фонд споживання та фонд нагромадження є важливою макроекономічною пропорцією національної економіки. Від того, яку частину ВВП країна витрачає на створення матеріально-технічної та фінансової бази нових виробництв

товарів та послуг, залежать майбутні обсяги ВВП та відповідно добробут населення. Реалізація фонду нагромадження — важливий напрям інвестиційної діяльності.

Закон України “Про інвестиційну діяльність” визначає *інвестиції* як усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об’єкти підприємницької та іншої діяльності, внаслідок чого створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект. Такими цінностями можуть бути:

- кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери;
- рухоме та нерухоме майно (будівлі, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності);
- майнові права, що випливають з авторських прав, досвіду та інтелектуальних цінностей;
- права користування землею, водою, природними ресурсами;
- сукупність технічних та економічних знань у формі документації, навичок, виробничого досвіду, необхідних для організації виробництва товарів та послуг, але не запатентованих (ноу-хау).

Існує багато визначень інвестиційної діяльності. Загалом можна вважати, що **інвестиційна діяльність** — це комплекс заходів і дій фізичних та юридичних осіб, якікладають власні кошти (у матеріальній, фінансовій або іншій майновій формі) з метою отримати прибуток.

*Інвестор* — це суб’єкт інвестиційної діяльності, який приймає рішення та вкладає власні, позичені й залучені кошти в об’єкти інвестування.

*Суб’єктами інвестиційної діяльності* можуть бути державні органи влади, фізичні та юридичні особи України та інших держав.

*Об’єктом інвестиційної діяльності* є майно в різних формах, на яке витрачено інвестиції та яке використовується для отримання прибутку: основні та оборотні кошти, цінні папери, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, майнові права.

Комплекс підприємств і установ, продукція чи послуги яких сприяють реалізації інвестиційної діяльності, становить *інвестиційний комплекс країни*. До нього належать:

- підприємства будівельної індустрії, промисловості будівельних матеріалів, машинобудування;
- проектні організації та установи;
- фінансові посередники — інвестиційні банки, компанії, фонди;
- органи державного управління, що регулюють функціонування суб’єктів інвестиційної діяльності;
- інфраструктура фондового ринку.

Як зазначалося, національний дохід країни поділяється на фонд споживання та фонд нагромадження. Останній є узагальненим річним обсягом капіталовкладень усіх підприємств. Частка його може становити 20–30 % національного доходу. Останніми роками в Україні на частку державних коштів припадає лише п'ята частка капітальних вкладень, і можливе подальше її зниження.

За формами відтворення прямі інвестиції (капітальні вкладення) поділяють на такі види:

- у нове будівництво — створення нових підприємств (виробництв) на нових місцях за новими проектами;
- на розширення виробництва — уведення в дію нових основних фондів, подібних до діючих, для екстенсивного збільшення обсягів виробництва на діючих об'єктах;
- на реконструкцію — обладнання діючих виробництв новою технологією та технікою за новими комплексними проектами;
- на технічне переустаткування — підвищення технічного рівня виробництва за рахунок заміни старого обладнання на нове, продуктивніше.

За складом і характером витрат прямих інвестицій можна визначити їх технологічну структуру:

- будівельні роботи;
- монтажні роботи;
- машини та обладнання;
- проектні роботи.

Період типової реалізації інвестицій поділяють на частини:

- підготовку (проектні роботи, організація фінансування, погодження, планування та матеріально-технічне забезпечення початку робіт);
- реалізацію — створення нового матеріального об'єкта;
- експлуатацію нового виробництва, отримання прибутку, забезпечення окупності інвестицій, подальшу роботу об'єкта.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. У чому полягає економічна сутність інвестицій?
2. Під впливом яких факторів перебуває попит на інвестиції?
3. Класифікації інвестицій.
4. Сутність, мета і завдання інвестиційного менеджменту.
5. Основні поняття інвестиційної діяльності.
6. Які види майнових та інтелектуальних цінностей можна вкладати в об'єкти підприємницької діяльності?



**Розділ 2**

**УПРАВЛІННЯ  
ІНВЕСТИЦІЙНОЮ  
ДІЯЛЬНІСТЮ**

---

---

- Важелі інвестиційної діяльності. Грошово-кредитна політика держави та її вплив на інвестиційні умови. Інструменти грошово-кредитного регулювання.
  - Функції управління інвестиційною діяльністю. Вибір інвестиційної стратегії. Формування інвестиційної стратегії. Визначення інвестиційної привабливості окремих сфер діяльності. Показники фінансового оцінювання підприємства.
  - Структура фінансового аналізу підприємства. Джерела фінансування інвестицій. Критерії формування інвестиційного портфеля. Технологія управління інвестиційною діяльністю.
- 
- 

## **2.1. ВАЖЕЛІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

За макроекономічне сприяння інвестиційній діяльності відповідають органи державної влади країни. У розпорядженні держави є важелі як прямої дії у вигляді централізованих державних капітальних вкладень в об'єкти загальнодержавного значення, розвитку державного сектора економіки, так і непрямі засоби регулювання інвестиційного середовища за рахунок бюджетної та грошово-кредитної політики.

Бюджетні важелі — це встановлена державою система податків, що практично визначають систему перерозподілу доходів підприємств і

громадян країни, яку держава вважає оптимальною для формування прибуткової частини бюджету та збереження у підприємств і підприємців ринкових стимулів до роботи та отримання прибутків. З бюджетом не можуть порівнятися фінанси наймогутніших корпорацій. Витрати бюджету є вагомим засобом формування сукупного попиту, а через нього — стимулювання інвестицій взагалі. Навіть система соціальних бюджетних програм (не кажучи вже про прямі бюджетні інвестиції в державний сектор) впливає на структуру попиту, тому що соціальні виплати з бюджету одержують люди, які мають витратити їх на ринку споживчих товарів, а це стимулює виробництво та відповідні інвестиції.

Грошово-кредитна політика держави впливає на інвестиційні умови, регулюючи грошовий обіг і роботу банківської системи, яка, по суті, репродукує збільшення коштів в економічній системі. Вирізняють такі основні інструменти грошово-кредитного регулювання:

- норми страхових резервів, які зобов'язані мати комерційні банки й тим самим відволікати певну частину своїх коштів від активного використання для кредитування та інвестування;
- облікова ставка Національного банку, за якою він продає кредитні ресурси комерційним банкам, збільшуючи або зменшуючи обсяги кредитних джерел для фінансування інвестицій;
- операції з державними цінними паперами на відкритому ринку.

Встановлюючи вигідні умови (у вигляді ціни чи дивідендів) для своїх цінних паперів, держава стимулює їх купівлю юридичними та фізичними особами і цим зменшує кількість вільних грошей, які можуть бути використані для кредитування інвестицій через банківську систему. Погіршуючи цінові та дивідендні умови продажу своїх цінних паперів, держава стимулює їх викуп у юридичних і фізичних осіб. Унаслідок цього в останніх з'являються додаткові кошти, які через банківську систему або безпосередньо використовуються для фінансування інвестицій.

Ринкова економіка розвивається циклічно: періоди швидкого зростання й активного інвестування змінюються економічними кризами, падінням темпів, а іноді й абсолютних рівнів ВВП. Мета державного регулювання — вирівнювати такі циклічні тенденції, гальмуючи надлишкову інвестиційну активність у періоди піднесення та стимулюючи інвестиції перед спадами виробництва.

Загальну схему важелів державного регулювання умов інвестиційної діяльності показано на рис. 5.

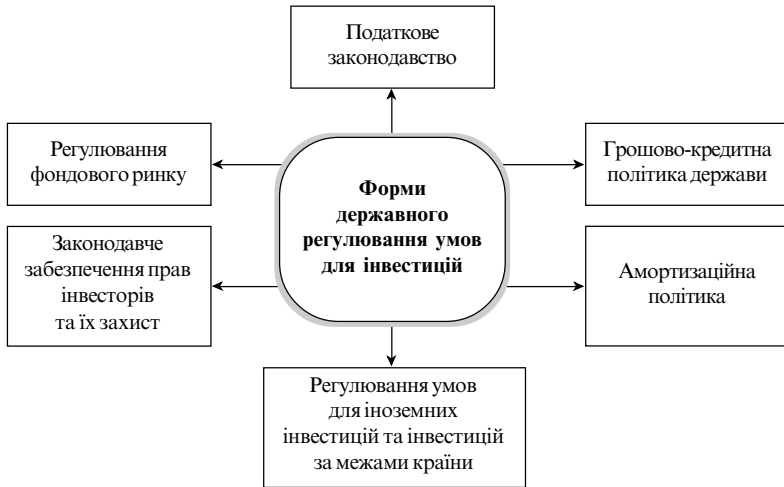


Рис. 5. Важелі державного регулювання умов інвестиційної діяльності

## 2.2. ФУНКЦІЇ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ

Управління інвестиційною діяльністю підприємства має кілька типових функцій, які визначаються метою реалізації обраної стратегії. На рис. 6 показано приблизну послідовність функцій управління інвестиційною діяльністю.

Інвестиційна стратегія завжди пов'язана з поточним станом підприємства, його діючою технічною, технологічною та фінансовою базою, здійснюваною фінансово-господарською діяльністю. Стратегія дає відповіді на основні питання, що завжди стоять перед дирекцією підприємства:

1. Продовжувати чи коригувати здійснювану діяльність?
2. Якщо коригувати, то в яких напрямках?
3. В яких обсягах продовжувати чи коригувати діяльність?
4. Які це дасть результати через рік, два, три?
5. Які кошти для такого розвитку потрібні та де їх джерела?

Навіть якщо приймається рішення нічого не змінювати на підприємстві, то це теж є стратегія, яка має бути обґрунтована, досліджена та сформована.



Рис. 6. Функції управління інвестиційною діяльністю

Розробка стратегії є спеціальним дослідженням із типовими процедурами, приблизний перелік яких наведений на рис. 7.

*Інвестиційною стратегією* вважатимемо систему вибраних довгострокових цілей і засобів їх досягнення, що реалізуються в інвестиційній діяльності підприємства.

Доцільність інвестиційної стратегії визначається такими критеріями:

- узгодженість з фінансовими ресурсами, які можуть бути спрямовані на інвестиції;
- ефективність, тобто узгодженість результатів і реальних витрат на їх досягнення;
- визначеність за термінами досягнення встановленої мети;
- оптимальність поєднання очікуваного досягнення потрібної прибутковості та можливих ризиків і невизначеності майбутнього періоду;

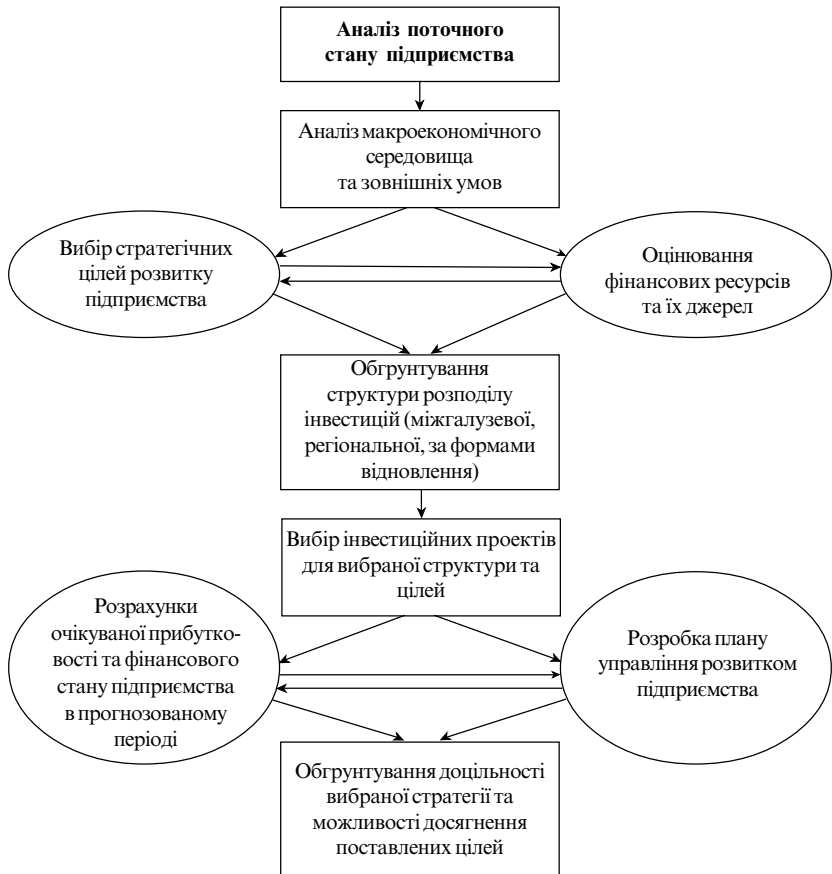


Рис. 7. Формування інвестиційної стратегії

- узгодженість запланованих інвестицій із загальноекономічними умовами зовнішнього для підприємства середовища.

Визначаючи *інвестиційну привабливість* окремої сфери діяльності, потрібно враховувати комплекс факторів, що становлять зовнішні умови інвестиційного проекту:

- важливість галузі — значення продукції, її особливості, частка експорту, залежність від імпорту, рівень забезпеченості внутрішніх потреб країни, частка галузі або конкретної продукції у ВВП, основні споживачі продукції;

- характеристика споживання продукції галузі, рівень конкуренції чи монопольності, особливості ринку збуту, фактичні та потенційно можливі обсяги ринку, сталість галузі щодо загального економічного спаду у країні;
- рівень державного втручання в розвиток галузі — низький, середній чи великий, включаючи державні капітальні вкладення, податкові пільги, можливість прискореної амортизації;
- соціальна значущість сфери діяльності — кількість робочих місць, регіональне розміщення виробництв, середня заробітна плата, діяльність профспілок, екологічна небезпечність виробництва та продукції, статистика страйків і збитків від них;
- фінансові умови роботи галузі — рівень загальної прибутковості, середня рентабельність, віддача на вкладений капітал, оборотність активів, їх середня ліквідність.

Інвестиційна привабливість або взагалі “економічний паспорт” окремого підприємства може мати такий вигляд.

1. Загальна характеристика виробництва: характер технології; наявність сучасного устаткування, у тому числі іноземного; екологічна шкідливість виробництва; складське господарство; наявність власного транспорту; географічне розміщення; наближеність до транспортних комунікацій.
2. Характеристика технічної бази підприємства: технології; вартість основних фондів; коефіцієнт зношення.
3. Номенклатура продукції, що випускається: обсяг виробництва; експорт; імпорт сировини та матеріалів; зв'язки з іншими підприємствами; постачальники та споживачі; оцінювання стабільності збуту (попиту).
4. Виробнича потужність, можливість нарощування виробництва.
5. Місце підприємства в галузі, на ринку; рівень його монопольності.
6. Характеристика дирекції; схеми управління; чисельність персоналу, його структура, заробітна плата.
7. Статутний фонд; власники підприємства; номінальна і ринкова ціна акції, розподіл пакета акцій.
8. Структура витрат на виробництво, у тому числі за основними видами продукції, їх рентабельність.
9. Обсяг прибутку та його використання за звітний період.
10. Фінанси підприємства (рис. 8):
  - склад дебіторської та кредиторської заборгованості; її аналіз за часом виникнення та характеристикою боржників;



*Рис. 8. Структура фінансового аналізу підприємства*

*Таблиця 1*

**Показники фінансового оцінювання підприємства**

Показник	Порядок розрахунку	Джерела інформації з бухгалтерського балансу	Оптимальний норматив
1	2	3	4
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$K_l = \frac{\text{Найбільш ліквідні активи}}{\text{Короткострокові зобов'язання}}$	$\frac{\text{Підсумок II розділу активу балансу}}{\text{Підсумок II розділу пасиву балансу}}$	$K_l \geq 0,2$
Коефіцієнт покриття балансу	$K_n = \frac{\text{Ліквідні активи}}{\text{Короткострокові зобов'язання}}$	$\frac{\text{II і III розділи активу}}{\text{III розділ пасиву}}$	$K_n \geq 1$
Рівень прогнозованої платоспроможності	Порівняння величини активів, що повільно реалізуються, з довгостроковими зобов'язаннями	Підсумок II розділу активу та підсумок II розділу пасиву	$A \geq П$
Коефіцієнт автономії	$K_a = \frac{\text{Власні кошти}}{\text{Сума пасиву балансу}}$	$\frac{\text{I розділ пасиву}}{\text{Підсумок балансу}}$	$K_a \geq 0,5$

1	2	3	4
Коефіцієнт заборгованості	$K_3 = \frac{\text{Позичені кошти}}{\text{Власні кошти}}$	$\frac{\text{II і III розділи пасиву}}{\text{I розділ активу}}$	$K_3 \leq 1$
Співвідношення ліквідних і неліквідних активів	$K_c = \frac{\text{Активи, які реалізуються швидко чи повільно}}{\text{Активи, які важко реалізуються}}$	$\frac{\text{II і III розділи активу}}{\text{I розділ активу}}$	$K_c \geq 1$
Коефіцієнт маневреності	$K_m = \frac{\text{Власні оборотні кошти}}{\text{Власні кошти}}$	$\frac{\text{Підсумок I розділу активу}}{\text{Підсумок I розділу пасиву}}$	$K_m \geq 0,5$
Рентабельність реалізованої продукції	$K_p = \frac{\text{Балансовий прибуток}}{\text{Обсяг реалізованої продукції}}$	Форма № 2	$K_p \geq 0,15$
Рентабельність усього капіталу	$K_k = \frac{\text{Балансовий прибуток}}{\text{Обсяг позичених і власних коштів}}$	$\frac{\text{Форма № 2 квартальної звітності, ряд. 90}}{\text{Підсумок балансу}}$	$K_k \geq 0,15$
Коефіцієнт оборотності	$K_o = \frac{\text{Обсяг реалізації}}{\text{Обсяг усіх коштів}}$	$\frac{\text{Форма № 2 квартальної звітності, ряд. 10}}{\text{Підсумок балансу}}$	$K_o$ згідно з розрахунком

- показники фінансової стабільності та ліквідності (табл. 1);
- аналіз платоспроможності (табл. 1);
- оцінювання прибутковості.

11. Загальний висновок.

### **2.3. СТРУКТУРА ФІНАНСОВОГО АНАЛІЗУ ПІДПРИЄМСТВА**

Найістотнішим фактором інвестиційної діяльності є наявність фінансових ресурсів. Це перша умова формування інвестиційних планів і водночас основне обмеження. З оцінювання обсягів наявних ресурсів починається інвестиційне планування, і за цими ресурсами переверіється





Рис. 9. Джерела фінансування інвестицій

реальність уже розробленої інвестиційної стратегії. На рис. 9 показано можливі джерела фінансування інвестицій.

Конкретна структура обраної інвестиційної діяльності виражається через поняття інвестиційного портфеля, тобто спеціального набору конкретних інвестиційних проектів, узятих до реалізації.

На стадії аналізу та розробки стратегії інвестиційний портфель є запланованим засобом досягнення стратегічних цілей. На стадії реалізації кожного проекту поняття інвестиційного портфеля визначає структуру інвестицій.

Інвестиційний портфель, як і кожний проект, що входить до нього, інвестор формує виходячи з певних критеріїв:

- прибутковості;
- терміновості досягнення інвестиційних цілей;
- ступеня ризику;
- відповідності проекту фінансовим ресурсам.

Формування інвестиційного портфеля — завдання з багатьма критеріями. Воно має вирішуватися для майбутнього періоду, тому базується на прогнозованих даних. Для цього завдання не існує чітко окреслених методик вирішення, але є типові процедури, загальні рекомендації та методи прогнозованих розрахунків.

Наведемо основні *критерії формування інвестиційного портфеля*.

Критерій **прибутковості** відображає очікуване збільшення доходів за рахунок або збільшення вартості самого об'єкта інвестування (портфель зростання), або високих і регулярних дивідендів на інвестований капітал (портфель доходу). Інвестиційний портфель, що має мінімальний ризик втрати інвестованого капіталу, визначається як “консервативний”, а в разі великих показників очікуваної прибутковості інвестицій (і великого ризику) портфель називається “агресивним”.

Критерій **терміновості досягнення інвестиційних цілей** визначає вимоги інвестора до термінів реалізації інвестицій (до початку експлуатації об'єкта), досягнення потрібної прибутковості та окупності інвестицій; “життя” (тривалість експлуатації) об'єктів інвестицій.

**Ступінь ризику** інвестиційного проекту визначається показником вірогідності недосягнення потрібної прибутковості або взагалі втрати інвестованих коштів.

До цього критерію слід віднести й **ліквідність проекту** — можливість зворотного процесу перетворення об'єкта інвестування (у різних формах) знову на кошти. При цьому без втрат не обійтися. Обсяг втрат і час, потрібний для продажу об'єкта інвестування, визначають рівень ліквідності інвестиційного проекту. Цей рівень можна прогнозувати й урахувувати при формуванні інвестиційного портфеля.

**Відповідність проекту фінансовим ресурсам** — критерій вибору саме тих проектів, що відповідають обсягам коштів, які є або мають бути залучені інвестором. Це питання обсягів інвестицій. Співвідношення власних і залучених коштів може бути різним, але чим більшою є частка власного капіталу ініціатора інвестиційного проекту (краще понад 50%), тим надійніший проект.

Наведені критерії важко поєднати. Можливі поєднання, що визначають найважливіші аспекти вибору інвестиційних проектів, ілюструє рис. 10.

Наведемо типову послідовність формування інвестиційного портфеля:

- 1) розробка стратегії інвестиційної діяльності;
- 2) визначення складу та типу інвестиційного портфеля;
- 3) аналіз та попередній вибір інвестиційних проектів;
- 4) остаточний вибір інвестиційних проектів;
- 5) розрахунки та обґрунтування ефективності сформованого портфеля;
- 6) розробка організаційного плану реалізації інвестиційного портфеля та технології управління ним.



Рис. 10. Формування інвестиційного портфеля

Детальніше розглянемо аналіз привабливості інвестиційних проєктів. Третій і четвертий пункти описаної технології мають такий зміст щодо аналізу та експертизи проєктів:

- привабливість сфери діяльності чи галузі, на яку орієнтований проєкт;
- обсяг, структура, джерела інвестицій та їх фінансове забезпечення;
- показники ефективності проєкту, оцінювання його прибутковості, окупності, термінів реалізації;
- детальність розробки проєкту та його забезпеченість технічною і технологічною документацією, експертними висновками, вже укладеними чи підготовленими договорами з підприємствами, від яких залежать постачання матеріалів, обладнання, будівництво та монтаж, збут продукції;
- ступінь ризику, шляхи його зниження, можливість виходу з проєкту, його ліквідність;
- ділові якості персоналу, який є ініціатором проєкту чи має його реалізовувати.

Здійснення інвестиційної діяльності передбачає відповідне управління цим процесом: прийняття рішень щодо забезпечення ресурсами, їх раціонального використання, а також техніки та технології виробництва, проблем якості, цін і збуту, досягнення запланованого кінцевого фінансового результату.

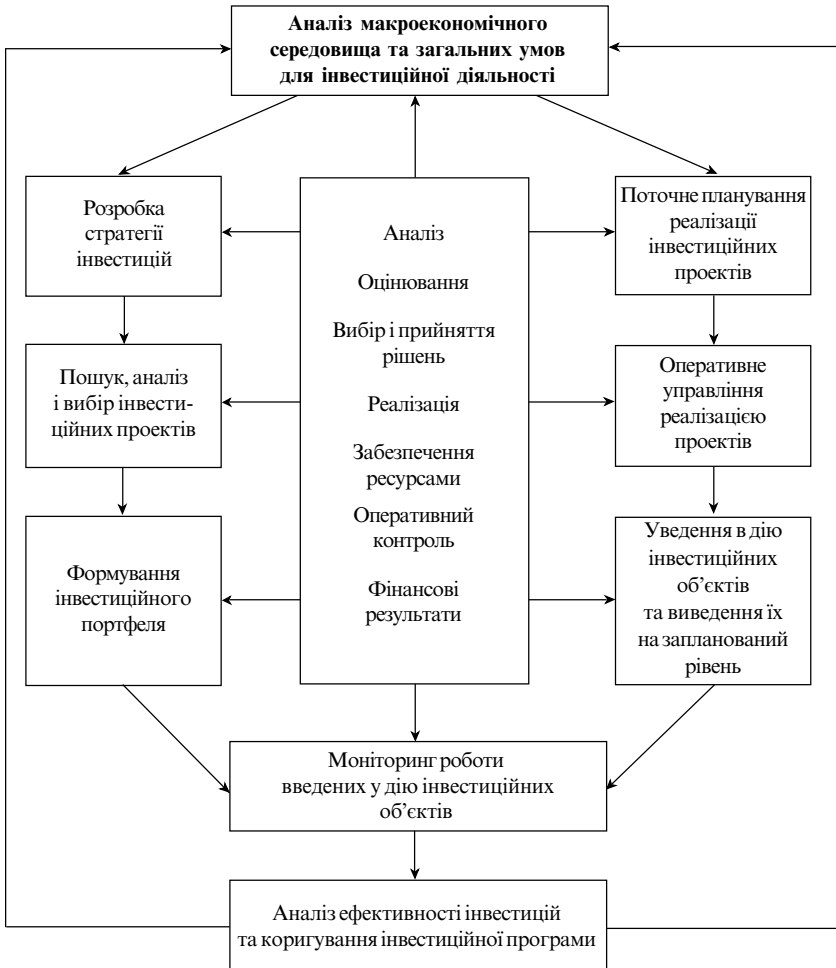


Рис. 11. Технологія управління інвестиційною діяльністю

У процесі управління інвестиційною діяльністю розрізняють такі етапи: підготовчий; реалізації проекту; експлуатації об'єкта інвестицій. Останній, у свою чергу, поділяється на два етапи: повернення інвестиційних коштів (повної окупності інвестованих коштів) та одержання економічного ефекту від реалізації проекту. Повний перелік функцій інвестиційного управління наведено на рис. 11.

### **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Назвіть методи державного регулювання інвестиційної діяльності.
2. Охарактеризуйте важелі державного впливу на інвестиційне середовище.
3. Перелічіть основні функції управління інвестиційною діяльністю.
4. Які фактори впливають на вибір інвестиційної стратегії?
5. Як формується інвестиційна стратегія?
6. Які чинники впливають на реалізацію інвестиційного проекту?
7. Охарактеризуйте показники фінансового оцінювання підприємства.
8. Охарактеризуйте джерела фінансування інвестицій.
9. Перелічіть критерії формування інвестиційного портфеля.
10. Охарактеризуйте технологію управління інвестиційною діяльністю.

## Розділ 3

# ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПРОЦЕС

---

---

- Регулювання інвестиційної діяльності державними органами.
  - Стадії інвестиційного процесу.
  - Потреба зміни інвестиційної стратегії в Україні.
- 
- 

Розвиток економіки держави залежить від ефективності реалізації інвестицій. Особливо це стосується капітальних вкладень в основні фонди і виробничі потужності.

Дослідження інвестиційного процесу, виявлення резервів його скорочення та розробка науково обґрунтованих рекомендацій щодо їх практичного використання базуються на комплексному вивченні цього процесу як *єдиної економічної системи* з властивою їй сукупністю ознак складових елементів. Ця важлива методологічна передумова дає можливість активізувати структуру інвестиційного процесу і створити економічний механізм його реалізації.

Надзвичайно актуальною проблемою сучасного етапу розвитку економіки є інтенсифікація капітального будівництва та скорочення на цій основі загального часу створення й модернізації основних фондів народного господарства. У дослідженнях різних аспектів зазначеної проблеми зустрічається термін “інвестиційний процес”. Застосування цього терміну в контексті формування механізму реалізації капітальних вкладень і ефективності створення основних фондів дає змогу підкреслити комплексний, системний підхід до нарощування й оновлення виробничого потенціалу народного господарства. В інвестиційному процесі об’єднується діяльність багатьох учасників розширеного відтворення, які працюють над створенням основних фондів для випуску продукції та задоволення суспільних потреб.

### **3.1. РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВНИМИ ОРГАНАМИ**

Чинні закони повинні визначати загальні, правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності для забезпечення рівного захисту прав, інтересів і майна її суб'єктів (незалежно від форм власності) та ефективного функціонування народного господарства в умовах ринкової економіки.

Основи законодавства поширюються на велике коло інвестицій, охоплюючи всі види майнових та інтелектуальних цінностей, щокладаються в об'єкти підприємницької та іншої діяльності, у результаті якої утворюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Велике практичне значення мають права інвесторів, умови державного регулювання інвестиційної діяльності, гарантії прав і захист інвестицій. Відтепер інвестор самостійно визначає обсяги, напрями й ефективність здійснюваних інвестицій і на свій розсуд залучає на договірній основі громадян і юридичних осіб, які потрібні йому для реалізації інвестицій. З цієї метою організують конкурси й торги.

Інвестор повинен подати до фінансових органів декларацію про обсяги та джерела здійснюваних ним інвестицій, одержати необхідний дозвіл і погодження відповідних органів влади та спеціальних служб, висновки експертизи інвестиційних проєктів щодо дотримання в них санітарно-гігієнічних та екологічних вимог.

Ринкові відносини в інвестиційній діяльності насамперед стосуються її джерел. Інвестиційна діяльність може здійснюватися за рахунок власних фінансових ресурсів інвестора (прибутку, амортизаційних відрахувань, грошових заощаджень, заощаджень громадян і юридичних осіб), позичених фінансових коштів інвесторів (облігаційних позик, банківських та бюджетних кредитів), залучених фінансових коштів інвестора (коштів, отриманих від продажу акцій, пайових та інших внесків громадян і юридичних осіб), а також бюджетних інвестиційних асигнувань.

З метою реалізації економічної, науково-технічної та соціальної політики країни здійснюється державне регулювання інвестиційної діяльності. Воно визначається планами й програмами розвитку народного господарства, бюджетами та передбаченими в них обсягами державного фінансування. При цьому створюються пільгові умови інвесторам, які здійснюють інвестиції у найважливіші (для задоволення суспільних

потреб) напрямки, і насамперед у соціальну сферу, технічне вдосконалення виробництва, впровадження відкриттів і винаходів.

Державне регулювання інвестиційної діяльності охоплює регулювання умов останньої, а також пряме управління державними інвестиціями за допомогою системи податків з диференціацією об'єктів і суб'єктів оподаткування, податкових ставок і пільг. Для регулювання інвестиційного попиту може вводитися диференційований податок на інвестиції; здійснюватись спеціальна амортизаційна політика, у тому числі з прискореною амортизацією основних фондів. При цьому пільги щодо амортизації можуть встановлюватися диференційовано для окремих галузей і сфер економіки, елементів основних фондів, видів устаткування шляхом надання фінансової допомоги у вигляді дотацій, субсидій, субвенцій, бюджетних позик на розвиток окремих регіонів, галузей, виробництв; здійснення кредитної політики; впровадження державних норм і стандартів, антимонопольних заходів; приватизації державної власності, включаючи незавершене будівництво; здійснення політики ціноутворення; створення певних умов користування землею та іншими природними ресурсами; експортування інвестиційних проектів.

Державними інвестиціями безпосередньо управляють державні органи. Таке управління охоплює планування, визначення умов і здійснення конкретних заходів щодо інвестування коштів бюджету і позабюджетних фондів, а також інших коштів, залучених на добровільних засадах.

Законодавчо закріплено, що вартість продукції (робіт, послуг) у процесі інвестиційної діяльності визначається за договірними цінами, у тому числі за результатами проведених конкурсів (торгів).

Велике значення, особливо в умовах різноманітності форм власності, мають гарантії прав і захист інвестицій. В основі законодавства про інвестиційну діяльність держава повинна гарантувати стабільність прав суб'єктів цієї діяльності. У разі прийняття державними органами актів щодо прав інвесторів і учасників інвестиційної діяльності завдані їм збитки (у тому числі неодержані доходи) відшкодовуватимуться цими органами за рішенням суду чи арбітражу.

Державні органи та їх посадові особи не мають права втручатись у роботу суб'єктів інвестиційної діяльності незалежно від форм власності. Інвестиції не можуть бути націоналізовані, реквізовані; до них також не можуть бути застосовані заходи, рівні за наслідками.

Проте зазначимо, що майже в кожному пункті проголошених гарантій прав і захисту інвестицій застережується, що вони (ці гарантії) можуть



бути порушені державою в межах її компетенції або шляхом прийняття обмежувальних законодавчих актів. Надійність, упевненість і стійкі гарантії — важливі умови ефективного інвестування, основа стабільності розвитку не тільки економіки, а й суспільства в цілому.

### **3.2. СТАДІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ**

Для чіткого встановлення мети та вибору довгострокових орієнтирів велике значення має питання про стадії інвестиційного процесу. Єдності поглядів з цього питання не досягнуто. Наприклад, під інвестиційним процесом об'єктів будівництва розуміється процес створення основних фондів і виробничих потужностей — від розробки їх техніко-економічних параметрів до повного досягнення проектних показників. У такому розумінні інвестиційний процес складається з трьох послідовних стадій: науково-проектної підготовки, будівництва і освоєння проектних потужностей. Кожна з них передбачає кілька етапів.

Так, після прийняття рішення про необхідність спорудження підприємства чи якогось іншого об'єкта як виробничого, так і невиробничого призначення, починається стадія підготовки інвестиційного процесу, вихідним пунктом якої є можливі капітальні вкладення. Підготовка будівництва ведеться в таких основних напрямках, як дослідження та розробка технічних та технологічних параметрів і рішень, виконання проектно-пошукових робіт і розробка проекту як майбутньої моделі об'єкта, підготовка робочих кадрів, матеріально-технічна підготовка запланованого будівництва. На стадії наукових досліджень і проектно-пошукових робіт є найбільші резерви для підвищення ефективності не тільки інвестиційної діяльності, а й усього процесу розширеного відтворення.

До стадії будівництва входить інженерна підготовка будівельного виробництва, безпосередньо спорудження об'єкта, передпусковий і пусковий періоди. Завершує інвестиційний процес об'єктів будівництва стадія освоєння їх проектних потужностей.

Дуже важливою за значенням і впливом на якість та ефективність кінцевих результатів є стадія підготовки інвестиційного процесу, яка, проте, недостатньо висвітлена в наукових джерелах, особливо в Україні.

Інвестиційні процес і цикл проходять через одні й ті самі стадії та етапи. Проте на відміну від інвестиційного процесу як безперервного процесу реалізації капітальних вкладень, що відображає суть розширеного

відтворення основних фондів, інвестиційний цикл — це індивідуальний обіг капітальних вкладень (рис. 12). Він є органічною клітинкою процесу розширеного відтворення основних фондів, і ця обставина найповніше характеризує економічну, організаційну й технологічну єдність інвестиційного циклу в будівництві. Динаміку інвестиційних процесів слід розглядати в різних аспектах — часовому, просторовому, матеріальному та вартісному. Кожний з цих аспектів розкриває певні особливості інвестиційного процесу, але спільними для всіх є послідовний рух вартості й кругообіг капіталу, створення нової споживної вартості внаслідок об'єднання та перетворення продуктів кожної стадії інвестиційного процесу. Так, результати науково-дослідних і експериментально-конструкторських робіт поєднуються з архітектурними, технологічними, конструкторськими та іншими проектними рішеннями і втілюються у проектно-кошторисній документації.

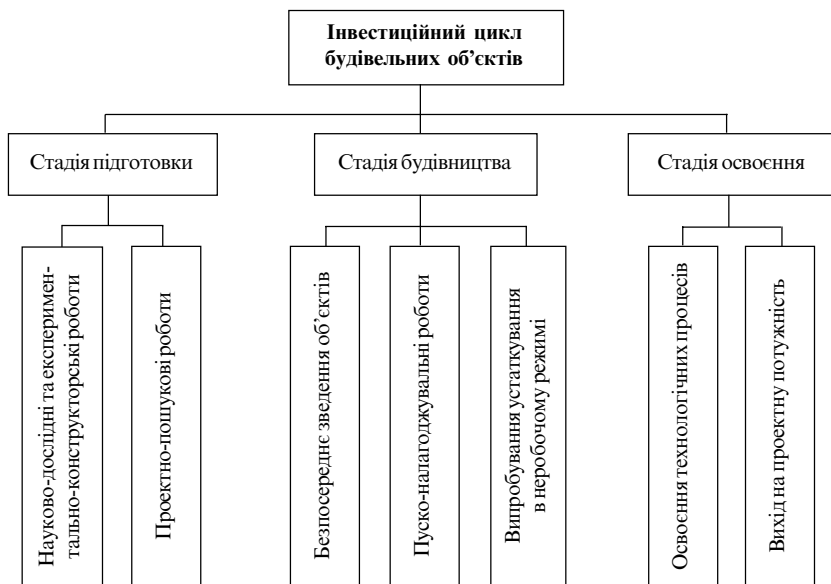


Рис. 12. Стадії інвестиційного циклу будівельних об'єктів

У свою чергу на стадії будівництва проект за участю будівельної техніки, конструкцій, матеріалів і виробів перетворюється на готовий об'єкт, який, пройшовши стадію освоєння, випускає потрібну народному господарству й населенню продукцію або задовольняє суспільні чи особисті

потреби. При цьому результат лише однієї стадії сам по собі або неможливий без використання результатів інших стадій (проект без наукових розробок, зведення об'єкта без проекту, освоєння без спорудження), або не має споживної вартості. Цей аргумент також підтверджує єдність усіх стадій інвестиційного процесу.

Складною, але нагальною проблемою для народногосподарської практики є забезпечення єдності матеріальної й вартісної сторін інвестиційного процесу. Від розв'язання цієї проблеми значною мірою залежить загальний стан економіки, оскільки вона безпосередньо пов'язана з інфляцією.

Завдяки комплексному характеру інвестиційний процес впливає не тільки на розвиток галузей народного господарства та промисловості, а й на регіональну економіку. Своєчасна та збалансована його реалізація в територіально-галузевому плані має стабілізуючий і стимулюючий вплив на розвиток і розміщення продуктивних сил країни. І навпаки, надто розтягнута в часі, розпорошена територіально і через це безсистемна реалізація інвестиційного процесу створює диспропорції в органічно взаємопов'язаному господарському комплексі.

Процес розширеного відтворення тісно пов'язаний із безперервним розширенням, оновленням і якісним поліпшенням матеріального виробництва, розподілом і споживанням вироблених продуктів. Цей процес об'єктивно необхідний, його дія поширюється на всі напрями суспільного життя. Основним напрямом розширеного відтворення та прискорення інвестиційних процесів є інтенсифікація. Досягти підвищення ефективності виробництва можна лише в умовах розширеного відтворення інтенсивного типу. Відтворення інтенсивного типу разом із підвищенням ефективності виробництва спрямоване також на поліпшення регулювання кругообігу основних фондів і скорочення тривалості використання виробничих ресурсів. При цьому важливо досягати максимального скорочення розриву в часі між розробкою нової техніки та її впровадженням у проекти підприємств, початком реалізації капітальних вкладень та введенням в експлуатацію основних фондів і виробничих потужностей, а також їх повним освоєнням. Інтенсифікація інвестиційних процесів пов'язана зі скороченням часу між витрачанням ресурсів і одержанням бажаних результатів.

Періодична хвилеподібна зміна поколінь машин і устаткування, науково-технічних напрямів, організаційно-економічних систем відображає загальну закономірність науково-технічного прогресу, неухильний розвиток продуктивних сил і підвищення ефективності суспільного виробниц-

тва. Економічна наука пов'язує цей процес із такою багатоплановою категорією, як *життєвий цикл*, тобто період, що складається зі стадій створення, освоєння, використання, модифікації, повторного використання та ліквідації, які безперервно змінюють одна одну. Це поняття охоплює окремі продукти або цілі системи в динаміці з урахуванням витрат і прибутків, складу ресурсів, що витрачаються на різних стадіях процесу.

Наукове обґрунтування життєвого циклу будь-якого процесу має велике значення щодо вибору найефективніших шляхів його реалізації. Сформувавши механізм ефективної реалізації капітальних вкладень можна лише за наявності комплексного підходу до процесу створення й оновлення основних фондів. Такий підхід становить сутність інвестиційного циклу. Найважливішою його рисою є тісний зв'язок з науково-технічним прогресом. Створювані внаслідок реалізації інвестиційного процесу основні фонди є носіями нової техніки й технології, які, у свою чергу, є каталізаторами нової хвилі науково-технічного прогресу. Тому інвестиційний цикл досягає найвищої ефективності тоді, коли реалізація капітальних вкладень і створення основних фондів збігаються з періодом створення та впровадження нової техніки та технології. У цьому зв'язку перед економічною наукою стоїть надзвичайно важливе завдання — розробити й постійно підтримувати в узгодженні з мінливими умовами механізм автоматичної реалізації досягнень науково-технічного прогресу через інвестиційний процес. Основне навантаження при цьому припадає на стадію науково-дослідних, експериментально-конструкторських і проектно-пошукових робіт. На стадії науково-проектної підготовки потрібен комплексний підхід, який забезпечить поєднання мети науково-технічного прогресу з інвестиційними цілями та суміщення в часі періоду створення основних фондів з розробкою нової техніки та технології. У плановому порядку цього досягти важко; мають працювати автоматичні регулятори — власність, інтерес, прибуток, податок та ін.

Результати наукових розробок про життєві цикли виробів, машин, окремих систем упроваджуються й використовуються в народногосподарському плануванні та прогнозуванні. Проте майже не існує досліджень щодо синхронізації планування суспільного виробництва з циклами науково-технічного прогресу. Спільна праця всіх учасників інвестиційного процесу перерозподіляється у сферу з вищим інтелектуальним потенціалом — науки та проектування. Посилення стадії підготовки інвестиційного циклу має сприяти підвищенню науково-технічного рівня всього процесу розширеного відтворення.

### **3.3. ПОТРЕБА ЗМІНИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ В УКРАЇНІ**

Увесь хід розвитку народного господарства України та його соціально-економічні результати вказують на об'єктивну потребу істотно змінити інвестиційну стратегію з метою досягнення її ефективності. Надмірне нарощування потенціалу затратних галузей і виробництв ототожнювалось з успіхами в економічному розвитку. Низький життєвий рівень людей спростував примарну “правильність” цього напрямку. Як показав світовий досвід, найефективніший розвиток комплексного потенціалу народного господарства забезпечує ресурсозберігаюча інвестиційна стратегія. Маються на увазі не тільки матеріально-технічні, трудові та фінансові ресурси, а й такий винятково важливий ресурс, як час. Виграш у часі дає багато переваг і відкриває великі можливості в умовах інтегрованого розвитку світової економіки.

Проте відомо, що навіть надзвичайно прискорений розвиток економіки втрачає будь-який сенс, якщо не орієнтується на досягнення великих соціально значущих цілей. Ця методологічна передумова суспільного розвитку є критерієм інвестиційної стратегії, яка в окремі відносно нетривалі періоди може відхилятися від виваженої лінії з об'єктивних обставин чи тактичних міркувань, а протягом історично значущих етапів повинна бути чітко цілеспрямованою. Саме такий період нині в Україні. Досить тривалий час доведеться перебудовувати економіку за об'єктивними законами, які нехтувались адміністративно-командною системою, надавати їй соціальної орієнтації, інтегруватися в європейську та світову економіку, ліквідувати наслідки попереднього господарювання. Основою цих процесів і запорукою їх успішного перебігу має стати ефективна інвестиційна політика.

Інвестиційний цикл відображає строк життя капіталовкладень, одним з основних джерел яких є фонд нагромадження, що створюється як частка національного доходу. Зі збільшенням фонду нагромадження відповідно зменшується фонд споживання, що прямо стосується інтересів людей, які створюють національний дохід.

Централізована планова система господарювання, що діяла в колишньому СРСР, відкрила необмежені можливості для мобілізації всіх видів ресурсів з метою нагромадження й забезпечення високих темпів розвитку сфери матеріального виробництва, особливо галузей важкої промисловості. Проте перевага цієї системи виявилася не абсолютною, а лише

в межах надуманих ідеологічних принципів, що призвело до значних матеріальних і соціальних втрат, тобто до незворотної втрати ресурсів, зниження життєвого рівня населення, утворення районів і зон екологічного лиха.

Від початку індустріалізації України норма нагромадження досягла надмірно високого рівня, який був непосильним для економіки країни. З часом це разом з іншими причинами призвело до різкого зниження життєвого рівня населення. Проте норма нагромадження відтоді практично завжди залишалася на досягнутому рівні (25–30 %).

Здавалося б, досягнуто великих успіхів. Порівняно з 1913 р. істотно збільшилися обсяги виплавлення чавуну й сталі, вартість основних виробничих фондів та інші кількісні показники. Однак неухильно зменшувалася віддача від капітальних вкладень; це компенсувалося дедалі більшими обсягами нагромадження, що, у свою чергу, спричинилося до збільшення капіталомісткості та зниження капіталовіддачі. Стримувалося зростання особистого споживання, збільшувався розрив між грошовою й товарною масами, зростали розміри прихованої інфляції, нехтувалися природні стимули розвитку виробництва й ефективності господарювання.

Надто великими були інвестиції в наднормативне незавершене будівництво, невстановлене устаткування, наднормативні запаси, а також у гігантські надзвичайно дорогі проекти типу Байкало-Амурської магістралі, повороту сибірських річок. Капітальні вкладення спрямовувалися на розширене відтворення продукції, яка знову використовувалася для розширення виробництва в галузях важкої та видобувної промисловості. Усе це призвело до невиправданого перенапруження народного господарства. Тимчасові жертви у споживанні заради майбутнього раю надто затяглися й стали хронічними.

Крім того, капітальні вкладення різними каналами збиралися в союзному центрі й звідти розподілялися по союзних республіках. Це вкрай негативно впливало й на тих, у кого забирали “левову пайку”, і на тих, хто отримував зароблене працею інших. З одного боку, зростало невдоволення несправедливим розподілом коштів, а з іншого — розвивалося споживацтво і цілком нормально сприймалося будь-яке витрачання матеріальних ресурсів.

Вихідним принципом концепції ефективного інвестування має стати зменшення норми нагромадження та збільшення норми споживання у складі національного доходу, що дасть можливість соціально переорієнтувати економіку й спрямувати її на забезпечення потреб населення та неухильне підвищення його життєвого рівня.

Мають змінитися й акценти у пріоритетах інвестування. З його допомогою треба змінити структуру економіки, зменшити питому вагу галузей важкої промисловості, які у великих обсягах споживають природні ресурси, погіршують екологічний стан, а їх продукція у переважній більшості вивозиться за межі країни. І навпаки, потрібно збільшувати питому вагу наукомістких галузей з екологічно чистими технологіями, переробних галузей сільського господарства, легкої та харчової промисловості.

Сама тільки структурна переорієнтація інвестицій дасть можливість безболісно зменшити частку фонду нагромадження у складі національного доходу, перебороти застарілі диспропорції, збалансувати економіку, підвищити життєвий рівень населення. Важливо також налагодити ефективний механізм інвестування науково-технічного прогресу, щоб зменшити відставання країни від світового рівня.

Зменшення норми нагромадження може позитивно вплинути на розвиток сфери матеріального виробництва й розв'язання багатьох соціальних проблем. Але для цього треба модифікувати науково-дослідні, експериментально-конструкторські та проектно-пошукові роботи, які є основою підготовчого етапу інвестиційного циклу. У соціально-економічній і виробничо-технічній ситуації, що характерна для нових умов розвитку народного господарства, частину коштів, які звільнятимуться внаслідок зменшення норми нагромадження, доцільно перерозподіляти на користь стадії підготовки інвестування. Ефективність такого рішення підтверджує й світовий досвід. У найрозвиненіших країнах (США, Японії, Німеччині та ін.) на проектно-пошукові роботи витрачається 8–12 % загального обсягу капіталовкладень, у результаті чого за рахунок високої якісної підготовки на найновішій науково-технічній основі інвестиційні процеси відбуваються ефективно, швидко та якісно.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Яке значення в економічному розвитку країни мають капітальні вкладення?
2. Охарактеризуйте стадії інвестиційного процесу.
3. Яких змін інвестиційної стратегії потребує Україна?

## **Розділ 4**

# **ПЕРСПЕКТИВНІ НАПРЯМИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ**

---

---

- Основні напрями інвестиційної стратегії.
  - Планування та контроль капіталовкладень.
  - Організаційно-економічний контроль процесу інвестування.
  - Досвід класифікації капіталовкладень в економічно розвинених країнах.
- 
- 

## **4.1. ОСНОВНІ НАПРЯМИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ**

Основними перспективними напрямками інвестиційної стратегії з погляду максимальної ефективності є такі:

- поліпшення відтворюваної структури капіталовкладень, підвищення питомої ваги витрат на технічне переозброєння та реконструкцію діючих підприємств за рахунок зменшення питомої ваги нового будівництва у виробничій сфері;
- удосконалення технологічної структури капітальних вкладень, збільшення в них питомої ваги устаткування й відповідно скорочення будівельно-монтажних робіт;
- зміна галузевої структури капітальних вкладень з погляду істотного підвищення життєвого рівня населення на користь галузей, що виробляють продукти харчування та предмети особистого споживання (сільського господарства, переробних галузей, легкої та харчової промисловості);



- пріоритетне забезпечення капітальними вкладеннями прогресивних напрямів науково-технічного прогресу, які сприяють зниженню ресурсомісткості виробництва та підвищенню якості продукції;
- збільшення обсягів капітальних вкладень в реалізацію житлової та інших соціальних програм (охорони здоров'я, освіти тощо);
- збалансованість інвестиційного процесу.

Для того щоб ці прогресивні напрями інвестиційної стратегії та важливі складові її ефективності було реалізовано, потрібно всіма можливими способами нарощувати й підтримувати інтелектуальний потенціал інвестиційної діяльності, стимулювати підвищення його творчої віддачі, реконструювати старий господарський механізм і створити новий, який зробив би процес упровадження науково-технічного прогресу життєво необхідним і тому вигідним.

Важливу роль у скороченні тривалості інвестиційного циклу та підвищенні його ефективності відіграє інфраструктурна ланка. Треба зміцнити ремонтно-експлуатаційну базу підприємств, систему виробничо-технологічної комплектації, складське господарство та інші виробничі служби. Високі вимоги висуваються до кадрового потенціалу, тому слід розширити підготовку працівників через професійно-технічні училища, налагодити їх планову перепідготовку за новими спеціальностями, пов'язаними з новою технікою та технологією. Значну увагу треба приділити розвитку соціально-побутової інфраструктури — будівництву житла, дитячих дошкільних закладів, клубів, санаторіїв-профілакторіїв. Усе це створить необхідні умови для стабілізації трудових колективів і неухильного підвищення ефективності їх праці. Втілення всіх складових протизатратної концепції розвитку промислових комплексів забезпечить поступовий перехід до ефективного інвестування економіки України.

Процес розширеного відтворення основних фондів і виробничих потужностей в Україні реалізується за допомогою будівництва нових, розширення, реконструкції й технічного переоснащення діючих підприємств, формування міжгалузевих народногосподарських і територіально-виробничих комплексів. Ефективне збалансоване здійснення інвестиційного процесу відповідно до поставлених соціально-економічних цілей і завдань — найважливіше джерело економічного зростання й підвищення добробуту людей. Тому важливо забезпечити раціональне поєднання інвестиційної стратегії й тактики, тобто шляхів досягнення загальної мети з конкретними рішеннями щодо її втілення на різних рівнях господарського управління.

Інвестиційна діяльність збільшує основні фонди й виробничі потужності з урахуванням найновіших досягнень у галузі техніки й технології або підтримує їх у працездатному стані. Багатогранні аспекти такої діяльності опрацьовуються за допомогою безперервного інвестиційного планування, яке охоплює різні проміжки часу. Стратегічні й тактичні цілі підприємства взаємопов'язуються завдяки гармонійному розподілу функцій і завдань на стадії довгострокового прогнозу, розрахованого на 10–15 років, середньострокового плану, що складається на 3–8 років, і короткострокових планів, які розроблюються на 1–3 роки з глибоким конкретним опрацюванням усіх аспектів виробничої та інвестиційної діяльності. Динамізм і мінливість економічних ситуацій, що характерні для вільного підприємництва, підтримують рівновагу ринку в цілому, але вони ж зумовлюють періодичне коригування інвестиційних планів. Процес цей природний; він відображає суть нових функцій вищого керівництва — управління підприємством замість вирішення оперативних контрольно-розподільних питань.

Вихідними компонентами інвестиційного планування є пошук і формування варіантів капіталовкладень, визначення відносних і абсолютних розмірів їх прибутковості, встановлення можливостей фінансування за рахунок різних джерел, оцінювання надійності реалізації та можливості успіху того чи іншого варіанта інвестування. До вирішення таких складних і нехарактерних для управлінського персоналу проблем доцільно залучати науково-консультаційні фірми або тимчасово наймати групи вчених — спеціалістів у цій галузі наукових і практичних знань. Правильність прийнятих науково-технічних рішень, пов'язаних із практичними можливостями, підтвердиться тривалим благотворним впливом інвестицій на виробництво та збут продукції, збільшенням прибутку підприємства.

Основною метою підприємства в умовах ринкової економіки, як це випливає зі світового досвіду, є прибутковість. Подальша мета — збільшити обсяги виробництва й реалізації, створити й підтримувати добру репутацію підприємства у споживачів, високу продуктивність праці, поліпшити якість та споживчі властивості вироблюваної продукції, створити нові сучасні зразки виробів, досягти високих кількісно-кваліфікаційних показників, високого професійного рівня виробничого персоналу, домогтися його сумлінного ставлення до роботи, а також високої суспільної репутації. Деякі з цих показників важко оцінити кількісно, проте вони істотно впливають на розробку інвестиційної політики підприємства і дають змогу на будь-якому проміжку часу приймати правильні й обґрунтовані рішення щодо капіталовкладень.

## **4.2. ПЛАНУВАННЯ ТА КОНТРОЛЬ КАПІТАЛОВКЛАДЕНЬ**

До основних складових процесу планування та контролю капіталовкладень належать:

- пошук і дослідження об'єкта капітальних вкладень;
- розробка кількісних показників і якісних характеристик різних варіантів інвестування;
- порівняння варіантів і вибір найкращого;
- розробка проекту плану капіталовкладень з урахуванням специфіки обраного об'єкта й реальних можливостей фінансування капітальних вкладень;
- розгляд пропозицій і прийняття рішення про капіталовкладення, складання плану його реалізації;
- організаційно-економічний контроль процесу інвестування на всіх його стадіях.

Інвестиційний процес має найвищу ефективність за умови досягнення стану гармонії як при прийнятті рішення, так і при його втіленні. Проаналізувавши випадки невдалих капіталовкладень (на жаль, досить поширених), можна сформулювати такі їх причини. Перша — незбалансованість частин, компонентів, факторів і функцій, що стосуються інвестиційної ідеї, процесу планування та реалізації плану. Друга важлива причина — розбіжність планів підприємства і капіталовкладень. У цьому разі ймовірність невдачі тим вища, чим менше гармонії між інвестиційним проектом і стратегією розвитку підприємства. Третя причина пов'язана з непередбачуваністю й мінливістю економічної ситуації. До цього особливо треба бути готовим в умовах ринкової економіки. І на решті, найпомітніша причина невдалого й неефективного інвестування полягає в незбалансованості інвестиційних потужностей, причому в різних вимірах і проявах, що охоплюють проектно-кошторисну документацію, будівельні конструкції та матеріали, машини, механізми, устаткування тощо. Усі ці причини слід урахувати, розроблюючи інвестиційну політику підприємства, складаючи комплекс заходів для досягнення гармонії в інвестиційних потужностях.

В умовах вільних ринкових відносин підприємства, що виробляють ту чи іншу продукцію, після насичення своєю продукцією споживчого ринку робитимуть усе можливе для того, щоб знайти нових споживачів і нові сфери збуту своєї продукції. У ринковій економіці не споживач іде до

підприємства, а навпаки, підприємство шукає споживача. Це дуже потужний стимул. Вигідні варіанти слід шукати постійно й після того, як підприємство нагромадить достатньо коштів для інвестиційної діяльності. Фінансові кошти, звичайно, мають бути збалансовані з інвестиційними ресурсами. Дефіцит порушує різні об'єктивні пропорції та співвідношення.

Пошук нових ідей щодо капіталовкладень — прерогатива не тільки керівництва підприємства чи дослідного підрозділу. У ньому мають бути зацікавлені всі працівники. Це досягається природним шляхом у разі впровадження інших форм власності (наприклад, акціонерної), які не відокремлюють працівника від засобів виробництва та отриманих прибутків. Решта налагоджується за допомогою автоматичних економічних регуляторів.

Важливо мати резерв ефективних ідей щодо капіталовкладень. Вони не збільшують балансу підприємства, а дають йому змогу утримувати свої позиції на ринку й захоплювати нові сфери, що так само важливо в умовах “дефіцитної” (але вільної) економіки. Наявність величезного дефіциту — ненормальне, а тому тимчасове явище. Після його ліквідації значущість валових показників відійде на другий план, звільнивши місце для якості й науково-технічного рівня виробів.

Нова ідея щодо капіталовкладення на стадії її зародження формулюється значною мірою абстрактно. У загальних рисах, спираючись на попередній досвід і наукові знання, робиться певний висновок, наприклад такий: ідея плідна, принесе успіх і може бути рекомендована для реалізації. Після цього слід перевести подібні характеристики на мову суворих кількісних характеристик. Оскільки інвестиції зачіпають довгострокові інтереси й реалізуються протягом тривалого часу, існує потреба надійного довгострокового планування та прогнозування. Тут є системи, підходи й методи, достатньою мірою випробувані в умовах багаторічного централізованого планування, які доцільно використовувати й надалі, модифікувавши до умов ринкової економіки.

З метою порівняння різних варіантів капіталовкладень і вибору найкращого треба оцінити рентабельність кожного з них. Рентабельність залежить від багатьох компонентів, найважливішими з яких є поточні прибутки, поточні витрати, витрати на придбання (основні капіталовкладення) і залишкова вартість. Слід урахувати також інвестиційний період і розрахунковий розмір ренти. Розрахувавши ці компоненти, можна одержати вихідну інформацію для оцінювання рентабельності варіанта капіталовкладення.

Дуже важливо під час розрахунку наведених компонентів урахувати вірогідність прогнозів щодо капіталовкладення. При цьому бажано спиратися на найімовірніші прогнози. Досягти такого рівня у прогнозуванні дуже важко, але необхідно, бо процес інвестування завжди пов'язаний з великими витратами, а тому їх марнотратство може означати для підприємства крах усієї діяльності.

Поточні прибутки, які підприємство одержує через інвестиції, є постійними. Розрахунок і оцінювання їх у динаміці зникаються з проблемою прогнозування обсягів реалізації вироблюваної продукції на ринку. Для цього будують графік у вигляді кривої, яка складається з трьох частин, що відповідають таким процесам: завоювання ринку (або збільшення обсягів продажу), насичення потреб і зменшення попиту. Отже, визначення поточних прибутків і вплив на їх збільшення потребують постійного вивчення ринку і попиту споживачів. Від цього залежать ефективність інвестиційного процесу і ступінь ризику, пов'язаного з доцільним тривалим інвестуванням капіталовкладень.

Поточні витрати здійснюються тривалий час залежно від капіталовкладень і відображають розмір компенсації за споживання у процесі виробництва різних видів ресурсів — матеріальних, трудових, енергетичних тощо. Розраховуючи ці ресурси, так само як і поточні прибутки, треба враховувати фактор часу, оскільки капіталовкладення мають тривалу комплексну дію на процес виробництва й неоднаковою мірою охоплюють окремі види виробничих ресурсів. Можливі різні варіанти, які слід урахувати протягом усього періоду інвестування, тобто вводити в розрахунки функцію часу. Для кожного виду ресурсів можна побудувати певну криву і комплексно проаналізувати динаміку всіх кривих у часі.

Витрати на придбання (основні капіталовкладення) — це великі одночасні витрати, які робляться на початку інвестиційного циклу і є передумовою всіх подальших витрат і прибутків. Це найважливіша стаття витрат у структурі інвестицій. Обчислити її легко, потрібно лише враховувати можливість появи додаткових затрат на придбання. Про це іноді забувають господарські керівники, здійснюючи поступове технічне переоснащення підприємств і модернізуючи устаткування.

Принагідно зазначимо, що в інвестиційних розрахунках важливо враховувати залишкову (або утильну) вартість капіталовкладення, тобто ту, що залишається наприкінці інвестиційного періоду. У поширеній нині практиці її не беруть до уваги; основні фонди, як правило, експлуатують до повного фізичного зношення, а моральні втрати не враховують. При

цьому спостерігається відставання від сучасного рівня науково-технічного прогресу. Певно, ринок примусить змінити підходи й у цьому питанні. Тоді утильну вартість капіталовкладення прогнозуватимуть ще на початку інвестиційного періоду.

До речі, інвестиційний період, або термін капіталовкладення, є дуже важливим компонентом у довгостроковому й поточному плануванні. Оскільки він впливає на виробничий процес у широкому розумінні, то для порівняння різних варіантів капіталовкладень, вивчення питань про їх рентабельність слід обов'язково мати уявлення про його тривалість. Інвестиційний період є невід'ємною частиною будь-якого капіталовкладення й використовується для складання інвестиційного плану.

В інвестиційному плануванні винятково велике значення має розрахунок ренти. Капітальні вкладення відволікаються на кілька років, а за сучасних термінів будівництва — і десятиріч. Витрати й прибутки з урахуванням фактора часу мають різну цінність. Сьогоднішня вартість грошей перевищує майбутню. Ідеальний варіант співвідношення витрат і прибутків у часі міг бути, наприклад, таким: прибутки — сьогодні, а витрати — завтра (хоча на практиці такого не буває). Тому завдання правильного розподілу витрат і прибутків у часі дуже важливе в інвестиційному плануванні.

В економічній теорії розрахунковий розмір ренти розглядається з двох поглядів: як фактор витрат і прибутку. Це означає, з одного боку, що рента — це витрати, необхідні для перетворення капіталу на капіталовкладення, а з іншого боку, що розрахунковий розмір ренти — це прибуток (у відсотках), який передбачається від цього капіталовкладення або ж вміщення капіталу в альтернативні варіанти капіталовкладень.

Природно, що розмір ренти не може бути менший від норми прибутку, встановленої для інвестування капіталу. При визначенні рентабельності різних варіантів капіталовкладень у межах одного підприємства розрахунковий розмір ренти є цільовим прибутком, вираженим у процентах, тобто нормою прибутку (нормою ренти), що передбачається для інвестиції. Такі самі розрахунки використовують і у складніших ситуаціях.

В інвестиційному плануванні важливо враховувати ймовірність досягнення бажаного ефекту й надійність реалізації окремого варіанта капіталовкладень. Із цим пов'язане прагнення керівництва й колективу підприємства уникнути невиправданого ризику та надійно реалізувати свої інвестиції. З поширенням приватної власності значущість цього фактора

зростатиме, оскільки інвестиції перестануть бути “нічийми”, як часто траплялося донедавна.

Обережна інвестиційна політика на перших етапах переходу до ринкових відносин притаманна багатьом підприємствам і організаціям, особливо тим, де переважають колективні форми власності. За наявності багатьох диспропорцій і “голодного” ринку така політика багато в чому виправдана. Часу для пристосування до нових умов цілком достатньо, щоб підготуватися до майбутніх неординарних інвестиційних рішень, які б давали змогу утримувати зайняті позиції на ринку серед рівноправних партнерів. Але треба враховувати небезпеку невикористання нововведень і технічних удосконалень і сміливіше впроваджувати досягнення науково-технічного прогресу.

Сфера застосування інвестиційних розрахунків згідно із стратегічними і тактичними міркуваннями має неухильно розширюватися. Найчастіше їх доцільно застосовувати під час техніко-економічного обґрунтування спорудження підприємства, вибору району будівництва й конкретного будівельного майданчика, встановлення раціональної потужності об’єкта будівництва, вибору форми відтворення основних фондів і виробничих потужностей (нове будівництво, розширення, реконструкція, технічне переоснащення чи модернізація устаткування), визначення технології виробництва, номенклатури вироблюваної продукції тощо. Наведені найхарактерніші приклади свідчать про те, що інвестиційні розрахунки можна виконувати як для окремого підприємства, так і для будь-якої галузі й регіону. Наприклад, прийняти рішення про будівництво підприємства можна лише після того, як буде вичерпана можливість досягти необхідних обсягів виробництва тієї чи іншої продукції на діючих підприємствах з урахуванням якнайповнішого використання їх потужностей. І в цьому разі можливі різні варіанти — від модернізації чи заміни устаткування на якомусь підприємстві галузі з метою збільшення обсягів випуску продукції до спорудження нового підприємства, якщо інші варіанти виявляться менш прийнятними.

### **4.3. ДОСВІД КЛАСИФІКАЦІЇ КАПІТАЛОВКЛАДЕНЬ В ЕКОНОМІЧНО РОЗВИНЕНИХ КРАЇНАХ**

Досить цікавим щодо капіталовкладень є досвід західноєвропейських і американських підприємств. В економічно розвинених країнах капіталовкладення розподіляються на групи залежно від їх мети:

- перша — вимушені капіталовкладення;
- друга — збереження позицій на ринку;
- третя — оновлення основних виробничих фондів, особливо верстатів і апаратів;
- четверта — економія витрат;
- п'ята — збільшення прибутків;
- шоста — “ризикові” капіталовкладення.

До першої групи належать капіталовкладення, які здійснюються, наприклад, з метою підвищення надійності й техніки безпеки на виробництві відповідно до нових законодавчих актів або інших обов'язкових обставин. У цьому разі не постає питання, здійснювати інвестиції чи ні.

Друга група охоплює капіталовкладення, які потрібні для того, щоб підприємство змогло втримати свої позиції на ринку, а також зберегти створену репутацію і стабільний економічний стан.

Капіталовкладення третьої групи призначені для підтримання безперервної діяльності підприємства й підвищення технічного рівня виробництва, наприклад, за рахунок встановлення досконаліших і продуктивніших верстатів і апаратів, упровадження нової технології виробництва.

До четвертої групи належать капіталовкладення, які мають на меті зменшити витрати, що в кінцевому підсумку сприятиме підвищенню продуктивності праці на підприємстві та його прибутковості.

Капіталовкладення п'ятої групи спрямовані на збільшення прибутків, що, у свою чергу, сприяє підвищенню прибутковості. Це часто пов'язується з розширенням “традиційних” сфер діяльності підприємства.

До шостої групи належать капіталовкладення, пов'язані зі значним ризиком (наприклад, призначені для завоювання нових сфер ринку або створення нових видів продукції). Вони можуть бути успішними в тих галузях, де відсутня серйозна конкуренція й існує велика свобода дій.

Для інвестиційної політики найбільше практичне значення має класифікація капіталовкладень з погляду оцінювання на основі різних кри-



теріїв їх рентабельності й диференціація норм прибутку для різних груп. Це дає можливість керівництву підприємства не тільки планувати рентабельність того чи іншого варіанта, а й систематично впливати на інвестиційні рішення та спрямовувати інвестиційну політику підприємства в бажаному напрямі.

Норма прибутку (процент прибутку, який повинен забезпечити капіталовкладення) у розглянутих групах капіталовкладень може бути такою: у першій — 0 %, другій — 6, третій — 12, четвертій — 15, п'ятій — 20, шостій — 25 %. Наведені значення, безперечно, приблизні. Слід також додати, що подібні вимоги до норми прибутку для деяких капіталовкладень другої — шостої груп (наприклад, капіталовкладення в наукові дослідження) встановлюються не завжди. На конкретних підприємствах вони можуть коливатися в той чи інший бік, проте ці показники дають більш-менш типову картину ранжування видів капіталовкладень.

Разом з розглянутими групами капіталовкладень особливо актуальним, а тому необхідним в умовах України, є виокремлення такої групи, як капіталовкладення в охорону та оздоровлення навколишнього середовища. У цій галузі над встановленням норми прибутку превалюють міркування про виживання населення в регіонах, що зазнали екологічної катастрофи.

В умовах ринкової економіки принципово змінюються й функції контролю за інвестиціями. На зміну централізованому контролю, що здійснювався міністерствами й відомствами, а також органами народного контролю, приходять контроль з боку власників цих капіталів. Це, звичайно, сприятиме підвищенню ефективності інвестування.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Охарактеризуйте перспективні тенденції інвестиційної стратегії в Україні.
2. Назвіть перспективні напрями розвитку капіталовкладень в Україні.
3. Охарактеризуйте основні елементи процесу планування капіталовкладень та контролю за ними.
4. На які групи розподіляються капіталовкладення в економічно розвинених країнах?

## **Розділ 5**

# **ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ КАПІТАЛЬНОГО БУДІВНИЦТВА У РИНКОВИХ УМОВАХ. ПІДПРИЄМНИЦЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ У БУДІВЕЛЬНОМУ КОМПЛЕКСІ УКРАЇНИ**

---

---

- Організація підприємницької діяльності в будівельному комплексі України.
  - Структура управління будівельним комплексом України. Методи активізації інвестиційної політики.
  - Основні напрями розвитку підприємництва в будівельній діяльності.
  - Організація проектування та ліцензування.
- 
- 

### **5.1. ОРГАНІЗАЦІЯ ПІДПРИЄМНИЦЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В БУДІВЕЛЬНОМУ КОМПЛЕКСІ УКРАЇНИ**

Капітальне будівництво є однією з найважливіших галузей народного господарства, від якої залежить ефективність функціонування всієї системи господарювання в країні. Від розвитку будівництва залежать також вихід економіки держави з кризового стану й виведення її на світовий рівень. Як правило, основні інвестиції здійснюються в будівництво.

Як показує світовий досвід, розвинені країни велику частину валового національного продукту витрачають на розвиток і оновлення виробництва та капітальне будівництво (наприклад, останніми роками у США — 3 трлн дол.). В усіх країнах визначаються найважливіші напрями державних інвестицій та забезпечується їх державне фінансування. Це насамперед сільське господарство, видобуток золота, розвиток паливно-енергетичного комплексу та ін.

В Україні треба створити умови для реконструкції таких важливих для економіки народного господарства підприємств, як нафтопереробні та цукрові заводи, підприємства з переробки сільськогосподарської продукції та паливно-енергетичного комплексу. Цю проблему доцільно вирішувати із залученням іноземних інвестицій.

За рахунок залучення ресурсів приватного сектора необхідно запроваджувати та розвивати на акціонерній основі виробництво вантажних автомобілів різної вантажопідйомності та високоякісних будівельних матеріалів.

В Україні розроблено Концепцію переходу будівництва до ринкових відносин, в основі якої лежить роздержавлення власності, створення суб'єктів ринкових відносин у формі орендних, кооперативних, акціонерних та малих підприємств, що дасть змогу здійснити демонополізацію й розвивати конкурентні засади, перейти до ефективніших організаційних структур: концернів, кооперацій, асоціацій, холдингових компаній.

У капітальному будівництві існує комплекс питань, пов'язаних з корпоратизацією та приватизацією виробничих об'єднань. Заміна державної форми власності на акціонерну не сприятиме якісній зміні в діяльності підприємств, якщо не буде розроблено цілісної стратегії розвитку з чітко сформульованими цілями, структурованими за рівнем та сферами діяльності.

Акціонерна форма господарювання дасть змогу отримати добрі економічні результати як акціонерам (збільшення прибутків), так і державі (збільшення надходжень у бюджет від податків), а також забезпечить такі можливості:

- централізацію індивідуальних капіталів, які згодом можуть утворити великий акціонерний капітал;
- децентралізоване переливання інвестиційних і кредитних ресурсів у сфери найбільшого їх використання;
- демократизацію управління підприємствами та громадського контролю;

- структурну реорганізацію в економіці, розвиток нових підприємств, випуск нових товарів і надання нових послуг, підвищення технологічного рівня та рентабельності підприємства;
- довгострокові перспективні інвестиції.

У капітальному будівництві державні структури перетворюються на ринкові дуже повільно через велику кількість і специфічну різноманітність господарських структур та їх елементів.

## **5.2. СТРУКТУРА УПРАВЛІННЯ БУДІВЕЛЬНИМ КОМПЛЕКСОМ УКРАЇНИ. МЕТОДИ АКТИВІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ**

Нині структура управління будівельним комплексом України є такою: Державний комітет будівництва, архітектури та житлової політики (далі — Держбуд), державні корпорації, обласні об'єднання, концерни, трести. Реформувати створені на базі галузевих міністерств концерни і асоціації, що є локальними монополістами, недоцільно через заінтересованість підприємств у збереженні тісних технологічних зв'язків і необхідність концентрації фінансових ресурсів. Існуючі концерни та асоціації можна зберегти, але їх діяльність має будуватися за такими принципами:

1. Державні корпорації, концерни та асоціації є господарськими об'єднаннями і не виконують жодних державних функцій.
2. Ці структури або мають визначений законодавством статус державних підприємств (об'єднань) (і тоді всі підприємства, що входять до їх складу, обмежуються у правах), або є добровільними об'єднаннями (асоціаціями) підприємств, що користуються всіма правами, але делегують частину своїх повноважень органам управління об'єднання на договірних засадах.
3. Згідно з антимонопольним законодавством у разі монополістичних дій з боку цих структур до них застосовуються різні санкції аж до розформування.
4. У процесі приватизації її об'єктом, як правило, має бути підприємство, що входить до складу концерну або асоціації.

Досвід і дослідження діяльності акціонерних товариств відкритого типу (на чолі з холдинговою компанією) свідчать про те, що вони є

найпривабливішою (сьогодні) формою переходу до економічних методів управління в будівництві. Створення холдингової компанії потребує організаційної перебудови не тільки у верхньому ешелоні керівництва, а й у нижньому — на рівні підприємницьких і будівельних організацій, які в цьому разі є центрами отримання прибутку.

Підприємництво в будівництві, як і загалом в економіці колишнього СРСР, почало розвиватися з 1987 р. після виходу відповідних постанов уряду, а також Закону СРСР “Про кооперативи”. На першому етапі мале підприємництво інтенсивно розвивалось саме через цю, нову на той час форму власності (1991 р. у галузі налічувалося понад 9 тис. будівельних кооперативів з чисельністю працюючих 244 тис. чол., або в середньому 27 чол. в одному колективі). У подальшому більшість кооперативів перетворилася на малі підприємства, пік розвитку яких припав на 1993 р., коли діяли податкові пільги щодо їх діяльності. У наступні роки цей процес стабілізувався. Водночас паралельно відбувались роздержавлення й приватизація будівельних організацій колишніх міністерств і відомств місцевих органів влади.

На початок 1998 р. функціонувало понад 20 тис. підприємств і організацій будівельного комплексу, з яких 80 % належали до недержавного сектора, з них 40 % — приватні підприємства, а решта — підприємства з колективною формою власності. Серед організаційно-правових форм найпоширенішим є товариство з обмеженою відповідальністю (майже 60 % загальної кількості), 8 % становлять акціонерні товариства і лише 1 % — спільні підприємства.

На частку недержавних підприємств припадає 77 % загального обсягу підрядних робіт і виробництва продукції промисловості будівельних матеріалів і виробів.

Отже, можна стверджувати, що недержавний сектор у будівельному комплексі з 1998 р. вже посів провідне місце, а результати його діяльності багато в чому є визначальними для формування загальних показників галузі. Очевидно, що стійка тенденція до збільшення капітальних вкладень, обсягів підрядних робіт і виробництва будівельних матеріалів та виробів зумовлена насамперед активністю недержавного сектора будівельного комплексу.

З урахуванням того, що кількість підприємств і організацій недержавної форми власності в економіці країни дедалі збільшуватиметься, колегія Держбуду України прийняла рішення про активізацію діяльності Комітету, пов'язаної з вирішенням проблем сприяння розвитку підприємства в будівництві. Сподіватимемось, що воно стане відправною

точкою тривалого та плідного співробітництва державних органів і підприємницьких структур у подоланні кризового стану в будівельному комплексі, стабілізації й нарощуванні виробництва, підвищенні конкурентоспроможності вітчизняного виробника.

### **5.3. ОСНОВНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМНИЦТВА В БУДІВЕЛЬНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ**

Поліпшення роботи будівельного комплексу насамперед нерозривно пов'язане з активізацією інвестиційної діяльності у країні. У межах здійснюваних урядом кроків щодо створення привабливого інвестиційного клімату в Україні Держбуд послідовно вживає заходів щодо нормативного врегулювання будівельної діяльності, спрощення й забезпечення прозорості ряду процедур на передпроектній стадії, усунення штучних перепон під час проектування та будівництва.

Так, істотним гальмом для інвестора донедавна була процедура затвердження інвестиційних програм і проєктів, коли треба було окремо одержати висновки шести обов'язкових державних експертиз. Відсутність чіткої взаємодії експертних органів призводила до того, що процес експертизи тривав іноді півроку, а загальна вартість цих робіт досягала 40 % і більше вартості проектно-кошторисної документації.

Для виправлення такого становища Держбуд ініціював прийняття відповідного Указу Президента України, а на його виконання — внесення необхідних змін і доповнень до Закону України “Про інвестиційну діяльність”. Це дало змогу встановити норму, згідно з якою інвестор зобов'язаний отримати єдиний позитивний комплексний висновок усіх державних експертиз. При цьому він звертається лише до однієї інстанції — служби Укрінвестекспертизи, яка організовує підготовку й видавання комплексного висновку.

Іншим урядовим рішенням затверджено нове Положення про проведення торгів (тендерів) у будівництві. Застосування тендерних процедур є обов'язковим, якщо очікувана вартість будівництва або капітального ремонту об'єктів і споруд становить щонайменше 200 тис. грн. З метою підтримки вітчизняних підрядних організацій під час проведення тендерів передбачається застосування 15%-ї поправки до ціни виконання замовлення на користь українських претендентів.

Наступним важливим кроком щодо активізації інвестиційної діяльності має стати законодавче запровадження майнової відповідальності за порушення умов договору підяду на будівництво об'єктів і споруд. Відповідальність за недотримання умов контракту рівною мірою мають нести всі учасники інвестиційного процесу, включаючи державу. Проект такого закону було підготовлено і внесено до Верховної Ради України.

Триває робота над вирішенням ще одного гострого питання — узгодженості інтересів інвесторів і місцевих органів влади щодо розвитку соціальної та інженерно-транспортної інфраструктури населених пунктів, зокрема встановлення граничних розмірів пайових внесків інвесторів на зазначені цілі. У деяких регіонах розмір цих внесків досягає вартості самої будови, що аж ніяк не стимулює потенційних замовників до вкладення коштів.

Підготовлені Держбудом і підтримані всіма облдержадміністраціями пропозиції передбачають, що розміри пайових внесків не повинні перевищувати 25 % загальної вартості будівництва. А для інвесторів, які створюватимуть нові робочі місця, будуватимуть житло, вирішуватимуть проблеми незавершеного будівництва, ремонту й реставрації пам'яток архітектури, надаватимуть відповідні пільги.

Нині підготовлені проекти документів опрацьовуються відповідними міністерствами й відомствами, органами Верховної Ради України з метою їх узгодження та якнайшвидшого прийняття.

Держбуд багато уваги приділяє питанню ціноутворення в будівництві та ремонті. Періодично уточнюється та оновлюється нормативна база, що дає змогу визначати вартість будівництва та ремонту на всіх стадіях інвестування. Так, в умовах високого рівня інфляції в Україні було впроваджено дворівневу систему ціноутворення, що уможливило використання напрацьованої кошторисної документації та визначення фактичних рівнів цін складових будівельної продукції. Такий механізм повністю виправдався, що дало можливість належно захистити і підтримати вітчизняного товаровиробника.

Держбуд та Академія інвестицій і прогнозування України вже зробили певні кроки до спрощення порядку визначення вартості будівельної продукції, що було актуально на тому чи іншому етапі розвитку ринкових відносин. Науково-технічна рада схвалила нову концепцію ціноутворення, яку після погодження з Мінекономіки, Мінфіном та Держкомстатом України буде покладено в основу принципів формування вартості будівництва в розвинених ринкових умовах. Це дасть змогу оперативної визначати вартість на всіх стадіях інвестування, забезпечить рівні умови

як для вітчизняних підрядних організацій, так і для зарубіжних фірм, що братимуть участь у тендерах на будівництво не тільки в Україні, а й поза її межами.

Серед запроваджених заходів треба згадати про затвердження базових розцінок для визначення вартості розробки архітектурно-планувальних завдань, які надаються забудовникам місцевими органами містобудування й архітектури, а також про вартість надання технічних умов на під'єднання до інженерних систем і мереж.

Важливим елементом підприємницької діяльності у сфері містобудування та будівництва є архітектурна діяльність, причому в такому розумінні цього терміну, як це прийнято у світовій практиці (тобто протягом усього часу реалізації проекту від задуму до втілення).

З метою узгодження цих процесів з усталеними міжнародними вимогами Держбуд розробив Закон України “Про архітектурну діяльність”. Це дуже важливий документ, який значною мірою сприяє поліпшенню процесів проектування й будівництва, встановленню чітких правових та організаційних норм для здійснення цієї діяльності. Його положення спрямовані на підвищення вимог до архітектурного й технічного рівня споруджуваних об’єктів, професійного та кваліфікаційного рівня архітектурної справи, впровадження нових форм цієї діяльності.

Важливим моментом під час формування бізнес-планів і програм розвитку підприємств та виробництв є наявність конкретної й достовірної інформації про подальший розвиток конкретних населених пунктів, використання й забудову відповідних територій. З метою правового та нормативного врегулювання цих питань Держбуд розробив ряд важливих документів для створення чіткої та послідовної системи вирішення складних містобудівних проблем з урахуванням інтересів усіх учасників інвестиційного процесу. Зокрема, це Закон України “Про планування і забудову територій”, Генеральна схема планування території України, а також Концепція сталого розвитку населених пунктів України.

Продовжується формування та вдосконалення нормативної бази у сфері містобудування — уведено в дію державні будівельні норми “Склад, зміст і порядок розроблення, погодження та затвердження генеральних планів міських населених пунктів”, а також Типове положення про розробку та видавання архітектурно-планувальних завдань і технічних умов на проектування об’єктів та ін.

Велике значення для успішного розвитку підприємницької діяльності у будівництві має формування сучасної нормативної бази будівельної діяльності. Цю роботу Держбуд розпочав одразу після проголошення



незалежності України: створено відповідну систему класифікації, сформовано базові організації зі стандартизації та технічні комітети, організовано систему підготовки, розгляду й затвердження нормативних документів, налагоджено їх видання та розповсюдження, регулярно виходить інформаційний бюлетень Держбуду.

Можна стверджувати, що Україна має власну нормативну базу, проте для її підтримки в актуалізованому стані потрібні великі кошти — близько 2 млн грн щорічно. На жаль, через обмежені бюджетні витрати такі кошти Держбуду не виділяються. Тому він вживає заходів, спрямованих на визначення пріоритетності розробки нормативних документів, залучення альтернативних джерел фінансування їх розробки, сприяння ініціативній підготовці й подання на затвердження необхідних стандартів і норм. Водночас у вирішенні цього питання активнішу участь мають брати й підприємницькі структури. Особливо це актуально й доцільно під час розробки й затвердження нормативів щодо використання нових енергозберігаючих матеріалів і виробів, прогресивних технічних рішень, сучасних ефективних технологій для житлового будівництва.

Нині, коли житло будується здебільшого за рахунок позабюджетних коштів (близько 90 %), а приватне житло в новому будівництві перевищує 60 %, вимоги до житлових будинків переважно визначаються його користувачами та замовниками. На перший план виходять споживчі якості, функціональні зручності, комфортність проживання і, звичайно, вартість.

Останніми роками Держбуд цілеспрямовано працює над створенням нових індустріальних архітектурно-будівельних систем — економічніших і ефективніших щодо архітектури. Ці перспективні системи пройшли експериментальне випробування і однаковою мірою можуть використовуватись для будівництва комунального, приватного та колективного житла. Зокрема, це системи “Пластбау”, “Термодім”, “Голдплан”, “Рампа”, а також система на основі дрібноштучних порожнистих блоків “сухого” пресування з використанням місцевої сировини, технологічне обладнання для якої випускає Черкаський завод “Строммашина”. Погоджується питання застосування в Україні відомої системи “Драйвіт”, що значно полегшило б вирішення теплотехнічної проблеми як у новому будівництві, так і під час реконструкції й модернізації існуючого житлового фонду.

Здійснюється робота й щодо впровадження нових інженерних систем. Проведено комплекс експериментальних досліджень і введено в дію нормативи на дахові газові котельні модульного типу, які повністю автома-

тизовані й дають велику економію енергоносіїв порівняно з центральними. Успішно працює в цьому напрямі спільне підприємство “Укрінтерм”, яке обладнано такими котельнями понад 50 об’єктів в Україні, а також у Білорусі й Російській Федерації.

Для забезпечення холодним і гарячим водопостачанням житла Держбуд за погодженням з Міністерством охорони здоров’я й Держстандартом України рекомендував використовувати пластикові труби чеської системи “Екопластик”, що дешевші та набагато довговічніші й ефективніші, ніж оцинковані. Розроблено всю необхідну нормативну й технічну базу на впровадження лічильників газу, води, тепла, а також технічні рішення й нормативну документацію на впровадження “теплых” вікон, балконних, протидударних дверей та інших конструкцій, встановлення яких передбачене чинними нормами.

Слід зазначити: незважаючи на те що бюджетне фінансування на цю величезну роботу вкрай обмежене, Держбуд зробив усе, аби дати можливість підприємствам та організаціям застосовувати нові технічні та конструктивні рішення. Окремі пропозиції були прийняті з ініціативи підприємств, заінтересованих в упровадженні відповідних систем.

Нові архітектурно-технічні рішення популяризуються на різних виставках (“Котедж”, “Ресурс” та ін.), які стали вже традиційними, а також на семінарах і конференціях.

Водночас створювати нові підприємства та організації за сприяння з боку держави розвитку підприємництва в будівельній галузі потенційно небезпечно. Неякісне, з порушенням норм і правил виконання робіт може призвести до непередбачуваних наслідків, пов’язаних з виникненням загрози для життя і здоров’я людей та їхнього майна.

## **5.4. ОРГАНІЗАЦІЯ ПРОЕКТУВАННЯ ТА ЛІЦЕНЗУВАННЯ**

З уведенням у дію Закону України “Про підприємства” та внаслідок роздержавлення істотно збільшилась кількість малих підприємств, персональних творчих майстерень, госпрозрахункових груп, що займаються проектуванням.

Більшість таких підприємств не мають стабільної структури й постійного технічного керівництва, а їх виробничий персонал здебільше працює за сумісництвом. Якість проектної документації таких підприємств перебуває на дуже низькому рівні.

Часто такі підприємства, майстерні, проектні інститути розроблюють проекти на свій розсуд без обґрунтованих технічних рішень і техніко-економічних показників, не дотримуючись державних будівельних норм щодо погодження та затвердження проектної документації. Часто не виконуються інженерно-технічні рішення, у проектах відсутні заходи для захисту підземних частин будівель і споруд від підтоплення, пальові фундаменти проектуються без передпроектного попереднього випробування паль.

Саме тому відповідними законами України передбачено ліцензування окремих видів будівельної діяльності.

Проте слід наголосити, що ліцензування в будівництві має суто кваліфікаційний характер — ліцензію можуть одержати тільки підприємства або фізичні особи, які технічно й професійно спроможні виконувати завлені види робіт.

Протягом 1996–1998 рр. Держбуд спільно з Держстандартом України створили Систему сертифікації продукції будівельного комплексу (УкрСЕПРО), у якій акредитовано близько 20 органів із сертифікації та понад 100 випробних лабораторій.

Практична робота із сертифікації показала, що є можливість постійно поліпшувати якість і технічний рівень продукції, захищати вітчизняного виробника за рахунок деякого обмеження імпорту товарів, для виробництва яких Україна має власний потенціал.

З огляду на викладене Держбуд підтримав ініціативу Держстандарту щодо потреби детально роз'яснити п. 12 відомого Указу Президента України з дерегулювання підприємницької діяльності, який встановлює: “товари (продукція), крім продуктів харчування, якість та відповідність яких підтверджена сертифікатами, виданими за межами України згідно з міжнародними стандартами ISO та іншими міжнародними стандартами, не потребують повторної сертифікації в Україні”.

Така редакція п. 12 Указу Президента України обмежує можливість вітчизняного виробника, не враховує вимоги законодавства України щодо безпеки конкретної продукції, робить неконтрольованими шляхи надходження в Україну неякісної чи навіть небезпечної (за вимогами стандартів України) продукції.

Сказане стосується розвитку структури будівництва, підприємницької діяльності, яка не може здійснюватися без капітальних вкладень. Для цього необхідні бюджетні кошти й іноземні інвестиції. Зрозуміло, що проблема відшукання такого додаткового подвійного імпульсу розвитку

економіки через будівельні інвестиції заслуговує на вирішення. Аналітичний принцип будівельних інвестицій можна сформулювати так: первинне збільшення доходу, спричинене збільшенням інвестицій, призводить до підвищення норми споживання, що сприяє подальшому приросту доходу й повторному підвищенню рівня добробуту. Множинний ефект впливає не тільки на збільшення доходу, а й на нарощування додаткових інвестицій будівельних організацій з метою задоволення зростаючого попиту споживачів. За допомогою реалізації будівельних інвестицій та підприємництва на розвиненій інфраструктурі Україна підносить власну економіку.

В економічно розвинених країнах понад три чверті капітальних вкладень становлять будівельні інвестиції в нові споруди, реконструкцію та розширення виробничих потужностей. Завдяки їх реалізації самоінвестується специфічна будівельна галузь. Одноразовий характер будівельних інвестицій сприяє піднесенню ринкової кон'юнктури та стабілізації економічного циклу.

### **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Роль і значення будівельного комплексу в економіці.
2. Охарактеризуйте сучасний стан будівельного комплексу України.
3. Проблеми проектування та ліцензування в будівельному комплексі.

**Розділ 6**

**ЦІННІ ПАПЕРИ  
ТА ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ**

---

---

- Види цінних паперів, їх характеристика та призначення. Основні операції з цінними паперами.
  - Ринок фінансових ресурсів і цінних паперів.
  - Ризик інвестування.
  - Вибір об'єктів інвестування та джерела інформації про об'єкти інвестування.
- 
- 

**6.1. ВИДИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ,  
ЇХ ХАРАКТЕРИСТИКА ТА ПРИЗНАЧЕННЯ.  
ОСНОВНІ ОПЕРАЦІЇ  
З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ**

Розвиток інвестицій постійно потребує мобілізації й розподілу фінансових коштів.

*Цінні папери* — це грошові документи, що засвідчують право володіння грошима, визначають відносини між особою, яка їх випустила, та їх власником. Крім того, вони передбачають можливість виплати доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а також передавання грошових та інших прав, що випливають з цих документів, іншим особам.

Відповідно до законів України можуть випускатися такі види цінних паперів: акції, облігації, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, векселі тощо.

*Акція* — це цінний папір без встановленого строку обігу, який засвідчує пайову участь у статутному фонді акціонерного товариства,

підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає його власникові право одержувати частину прибутку у вигляді дивідендів, а також брати участь у розподілі майна в разі ліквідації акціонерного товариства.

**Облігації** засвідчують внесення їх власником коштів і підтверджують зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цих цінних паперів у передбачений строк з виплатою відсотків (якщо інше не передбачено умовами випуску).

**Казначейські зобов'язання** — це цінні папери на пред'явника, які розповсюджуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власником коштів до бюджету і дають право на одержання встановленого доходу.

**Ощадний сертифікат** — це письмове свідоцтво банку про депонування коштів, яке засвідчує право вкладника одержувати після встановленого строку депозит і відсотки за ним.

**Вексель** — це цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя (векселеутримувачу).

## **ОБЛІК АКЦІЙ ВЛАСНОЇ ЕМІСІЇ**

Акціонерне товариство випускає акції в розмірі його статутного фонду. Під час реєстрації товариства в його засновницьких документах (установчій угоді, статуті) мають бути визначені загальна сума статутного фонду, кількість акцій (простих чи іменних), їх номінальна вартість. Додатковий випуск акцій чи збільшення їх номінальної вартості може відбутися тільки після повної сплати раніше випущених акцій і внесення відповідних доповнень у засновницькі документи.

На суму зареєстрованого статутного фонду в бухгалтерському обліку робиться такий запис:

Дг. рах. 75 “Розрахунки з учасниками”;

Кг. рах. 85 “Статутний фонд”.

Оплату викуплених акцій акціонери можуть здійснювати як у грошовій, так і в будь-якій іншій формі. Порядок запису такий:

Дг. 50 “Каса”, 51 “Розрахунковий рахунок”, 52 “Валютний рахунок” — на суму внесених коштів;

Дг. 01 “Основні засоби”, 04 “Нематеріальні активи”, 05 “Матеріали”, 41 “Товари” — на вартість внесених цінностей;

Кг. рах. 75 “Розрахунки з учасниками” — на суму, що відповідає номінальній вартості акцій;

Кт. рах. 88, субрахунок “Емісійний дохід” — на суму перевищення продажної (курсової) вартості акцій над номінальною.

Якщо акції реалізуються за ціною нижче номінальної вартості, різниця списується за рахунок раніше створеного емісійного доходу або відноситься на зменшення залишкового прибутку товариства.

Акціонерне товариство може викуповувати в акціонерів акції власної емісії з метою їх подальшого продажу або анулювання. Для обліку викуплених акцій використовується рахунок 56 “Грошові документи”, субрахунок “Власні акції, викуплені в акціонерів”. У момент придбання акцій цей рахунок дебетується в кореспонденції з кредитом рахунків 50 “Каса”, 51 “Розрахунковий рахунок”.

Подальша реалізація викуплених акцій відображується в обліку за дебетом рахунків коштів і кредитом рахунку 56 “Грошові документи”, субрахунку “Власні акції, викуплені в акціонерів”.

У разі анулювання викуплених акціонерним товариством акцій має бути зменшений його статутний фонд з відповідним внесенням змін у засновницькі документи. На суму акцій, що підлягають анулюванню, дебетується рахунок 85 “Статутний фонд” і кредитується рахунок 56, субрахунок “Власні акції, викуплені в акціонерів”.

Якщо під час купівлі-продажу курсова вартість акцій не відповідає номінальній, різниця відноситься в дебет або кредит рахунку 88, субрахунку “Емісійний дохід”. Дебетується цей субрахунок тоді, коли акцію продано за ціною нижче номіналу або придбано за ціною вище номіналу. Записи у кредиті субрахунку “Емісійний дохід” здійснюються у разі продажу акції за ціною вище номінальної вартості або викупу акцій власної емісії за цінами, нижчими від номінальних.

На суму нарахованих акціонерам дивідендів дебетується рахунок 81 “Використання прибутку” та кредитуються такі рахунки:

рах. 70 “Витрати на оплату праці”, якщо акціонери є працівниками цього підприємства;

рах. 75 “Розрахунки з учасниками”, якщо акціонери є засновниками господарського товариства;

рах. 76 “Розрахунки з різними дебіторами та кредиторами” в інших випадках.

Дивіденди нараховуються та виплачуються за підсумками роботи за рік. Відповідно до Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” у разі виплати дивідендів товариство повинне сплатити в бюджет податок на дивіденди в розмірі 30 % нарахованої суми, що

в обліку відображується в дебеті рахунку 68 “Розрахунки з бюджетом” і кредиті рахунку 51 “Розрахунковий рахунок”. У наступному звітному періоді ця сума зараховується до оплати податку на прибуток, який нараховується в обліку за дебетом рахунку 81 “Використання прибутку” і кредитом рахунку 68 “Розрахунки з бюджетом”.

### **ОБЛІК ОБЛІГАЦІЙ ВЛАСНОЇ ЕМІСІЇ**

Підприємства й організації з метою залучення додаткових інвестицій можуть випускати облігації для відкритого продажу. Рішення про їх випуск приймається емітентом і оформлюється протоколом. Акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму понад 25 % розміру статутного фонду тільки після повної сплати всіх випущених акцій.

Облік залучених коштів, одержаних у результаті випуску облігацій підприємства, ведеться на рахунку 95 “Інші позикові кошти”, до якого відкриваються два субрахунки:

1. “Короткострокові позикові кошти” — строком до одного року.
2. “Довгострокові позикові кошти” — строком понад один рік.

У разі одержання коштів від продажу облігацій дебетуються рахунки 50 “Каса”, 51 “Розрахунковий рахунок” і кредитується рахунок 95.

У разі погашення облігацій на суму виплачених коштів робляться зворотні записи за дебетом рахунку 95 і кредитом рахунків 50, 51. Відсотки за облігаціями нараховуються за рахунок чистого прибутку за дебетом рахунку 81 “Використання прибутку” та кредитом рахунку 70 “Витрати на оплату праці”.

З уведенням у дію з 1 липня 1997 р. нової редакції Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” кошти, одержані від розповсюдження цінних паперів з обмеженим строком дії, у тому числі й від продажу облігацій, вважаються валовим доходом. У свою чергу кошти, сплачені у зв’язку з придбанням таких цінних паперів, відносять до валових витрат.

Такий порядок оподаткування операцій з цінними паперами недостатньо врегульований. Згідно із Законом кошти, одержані від продажу облігацій, мають бути включені до валових доходів і оподатковані за ставкою 30 %, тоді як у валові витрати вони будуть включені під час викупу облігацій власної емісії. Такий порядок оподаткування цінних паперів знижує їх інвестиційні властивості. На нашу думку, випуск облігацій має явно виражений кредитний варіант інвестування і не повинен оподатковуватися.



## **ОБЛІК ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ НЕВЛАСНОЇ ЕМІСІЇ**

Для обліку цінних паперів, придбаних у сторонніх організацій, внесків у статутні фонди інших підприємств, розміщення коштів на депозитних вкладах у банку та інших форм зовнішнього інвестування використовується рахунок 58 “Фінансові вкладення”. Ці вкладення можуть бути довго- та короткостроковими. Довгострокові вкладення обліковуються на окремому субрахунку й відображаються в I розділі активу балансу у складі довгострокових активів. Короткострокові вкладення входять до складу швидколіквідних оборотних засобів (III розділ активу балансу). У момент придбання таких цінних паперів, здійснення інших фінансових вкладень рахунок 58 дебетується з кредиту різних рахунків:

50, 51, 52 — у разі оплати цінних паперів коштами, розміщення в банку депозитних вкладень;

01, 04, 05, 41 — у разі внесення у статутні фонди інших підприємств майна у вигляді основних засобів, нематеріальних активів, товарно-матеріальних цінностей.

Передавання майна у статутні фонди не вважається реалізацією і не оподатковується.

Одержані дивіденди за зроблені вкладення хоча й відображаються в обліку у складі балансового прибутку (Дт. рах. 50, 51, Кт. рах. 80), проте виключаються з оподаткованого прибутку через те, що в емітента цінних паперів вони нараховані з уже оподаткованого прибутку. Відсотки з банківських депозитів вважаються валовим доходом і оподатковуються на загальних підставах.

У разі повернення фінансових вкладень рахунок 58 кредитується в кореспонденції з дебетом таких рахунків:

50, 51, 52 — на суму одержаних коштів;

01, 05, 41 — на вартість поверненого майна.

## **ОБЛІК ФОРМУВАННЯ СТАТУТНОГО КАПІТАЛУ ПРИ АКЦІОНУВАННІ ПРИВАТИЗОВАНОГО ПІДПРИЄМСТВА**

У разі створення акціонерного товариства на базі державного (комунального) підприємства необхідно сформувати статутний фонд, під який проводиться емісія акцій у відповідній кількості та відповідної номінальної вартості.

На основі проведеної інвентаризації активів складається акт оцінки майна за його балансовою вартістю. Основні засоби (у тому числі одержані в довгострокову оренду з правом викупу) оцінюються за відновною вартістю, тобто з урахуванням їх індексації згідно з відповідними постановами уряду. Останнім часом в Україні чотири рази проводилась індексація основних засобів: на 01.05.92; 01.08.93; 01.01.95 і 01.04.96. Повністю зношені основні засоби, які на момент приватизації перебувають у роботі, можуть бути оцінені державною комісією; зношення до оцінених об'єктів має бути зменшене на суму дооцінки.

Виявлені під час інвентаризації нестачі чи лишки матеріальних цінностей мають бути списані на фінансові результати або за рахунок інших джерел.

Після завершення інвентаризації і на основі акта оцінки майна складається заключний (передатний) баланс. У ньому мають бути враховані заключні операції, що пов'язані зі списанням збитків минулого та поточного років, проведена реформація прибутку звітного року, враховані попередні індексації та дооцінки вартості основних засобів.

На випадок продажу підприємства, що приватизується, через аукціон чи за конкурсом можуть виникнути розбіжності між купівельною ціною та оціночною вартістю майнового комплексу. Якщо купівельна ціна перевищує оціночну вартість, їх різниця (гудвіл) ураховується в дебеті рахунку 04 “Нематеріальні активи” на субрахунку “Різниця між купівельною та оціночною вартістю майна” і включається до статутного фонду приватизованого підприємства. До 1995 р. цю різницю протягом 10 років можна було списувати на витрати виробництва. З уведенням у дію Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” це забороняється. На нашу думку, це питання слід врегулювати так, щоб приватизоване підприємство протягом певного періоду (наприклад, 10 років) мало можливість відамортизувати зазначений гудвіл.

У момент приватизації та акціонування державних підприємств в обліку використовуються такі нові рахунки та субрахунки:

- рахунок 65, субрахунок “Розрахунки з органом приватизації”, на якому обліковується заборгованість перед Фондом державного чи комунального майна за несплачену частку вартості майна;
- рахунок 85, субрахунок 1 “Визначений статутний фонд” — для обліку акцій, які належать органу приватизації;
- субрахунок 2 “Оплачений статутний фонд” — для обліку акцій, викуплених трудовим колективом;

- рахунок 88, субрахунок “Кошти, що надійшли від продажу акцій працівникам підприємства” — для обліку акумульованих коштів, що надійшли від продажу акцій працівникам і будуть спрямовані на створення статутного фонду акціонерного товариства.

Основні бухгалтерські проведення, що складаються у процесі приватизації та акціонування державних підприємств, наведено в табл. 2.

Таблиця 2

**Типові кореспонденції рахунків під час формування статутного фонду у процесі акціонування приватизованого підприємства**

№ п/п	Зміст операції	Бухгалтерський запис		Сума, тис. ум. од.
		Дебет	Кредит	
1	2	3	4	5
1	Списання непокритих збитків минулих років за рахунок прибутку, фондів поточного року	81, 88	98	21
2	Покриття збитків поточного року за рахунок прибутків, фондів минулих років	87, 88, 98	80	—
3	Індексація основних засобів та капітальних вкладень: первісної вартості зношення	01, 33 88	88 02	321 152
4	Дооцінка повністю зношених об'єктів основних засобів під час проведення інвентаризації (червоним сторно)	85	02	-13
5	Формування визначеного (згідно з актом оцінки майна) статутного фонду на суму: статутного фонду державного підприємства амортизаційного фонду фондів економічного стимулювання та спецпризначення цільових коштів залишків фінансування капітальних вкладень зменшення статутного фонду на вартість об'єктів соціально-культурного призначення з особливим режимом приватизації	85 86 87, 88, 96 93 85/1	85/1 85/1 85/1 85/1 88	126 9 267 19 28

1	2	3	4	5
	зменшення статутного фонду на суму використаних позичкових коштів	85/1	82	20
	різниця між оціночною і курсовою вартістю об'єкта приватизації в разі продажу через аукціон чи за конкурсом	04	85/1	45
6	Відображення кредиторської заборгованості перед органом приватизації	85/1	65	418
7	Нагромадження та використання коштів, призначених для викупу об'єктів приватизації:			
	зарахування вартості зданих приватизаційних майнових і компенсаційних сертифікатів для погашення заборгованості перед органом приватизації	65	73	350
	оплата коштів	50, 51	73	68
	здача (перерахування) коштів на спецрахунок у банку	55	50, 51	68
	перерахування коштів для погашення заборгованості перед органом приватизації	65	55	68
8	Формування статутного фонду акціонерного товариства за рахунок коштів, що надійшли від продажу майна:			
	нагромадження коштів, що надійшли від продажу акцій працівникам підприємства	73	88	418
	сума статутного фонду акціонерного товариства	88	85/2	418

## 6.2. РИНОК ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ І ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Розвиток інвестицій в економіці постійно потребує мобілізації, розподілу і перерозподілу фінансових коштів. В економіці, що функціонує ефективно, цей процес здійснюється на ринку фінансових ресурсів. *Ринок фінансових ресурсів* — це загальне позначення ринків, де виявляються попит і пропозиція на різноманітні платіжні кошти. Структуру ринку фінансових ресурсів схематично ілюструє рис. 13.

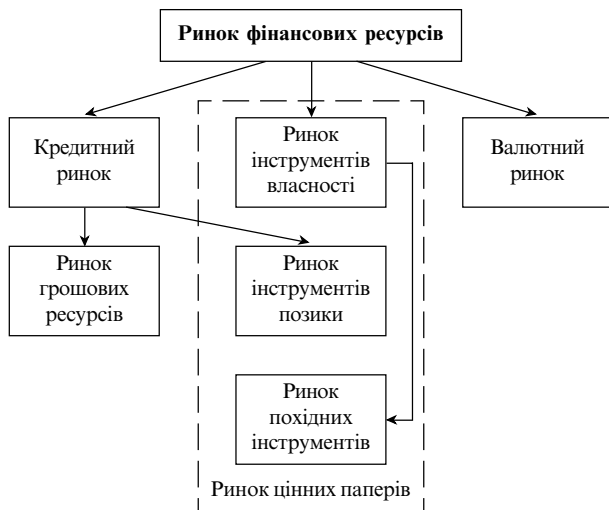


Рис. 13. Структура ринку фінансових ресурсів

Як бачимо, ринок фінансових ресурсів інтегрує кредитний і валютний ринки, а також ринок інструментів власності. Ринок інструментів власності та ринок інструментів позики, що є частиною кредитного ринку, відомі як ринок цінних паперів.

*Кредитний ринок* — це загальне позначення ринків, де існують пропозиція і попит на різноманітні платіжні кошти. Кредит буквально означає користування певною сумою грошей протягом певного строку.

Кредитний ринок є механізмом, за допомогою якого встановлюються відносини між юридичними особами (підприємствами), які потребують

фінансових коштів для свого розвитку, та організаціями і громадянами, які їх можуть надати (позичити) на певних умовах. Він є також одним з головних фінансових джерел для розвитку капітального будівництва.

До головних функцій ринку фінансових ресурсів належать:

- об'єднання дрібних грошових заощаджень населення, державних підрозділів, приватного бізнесу, іноземних інвесторів і створення великих грошових фондів;
- трансформація коштів до позичкового капіталу, що забезпечує зовнішні джерела фінансування капітальних вкладень сфери матеріального виробництва національної економіки;
- надання позик державним органам і населенню для вирішення найважливіших завдань, наприклад покриття бюджетного дефіциту, фінансування житлового і промислового будівництва тощо.

Таким чином, кредитний ринок дає можливість здійснювати нагромадження, рух, розподіл і перерозподіл позикового капіталу для капітального будівництва.

Водночас кредитний ринок — це синтез ринку різноманітних платіжних коштів. У країнах з розвинутою ринковою економікою кредитні угоди підтримуються, по-перше, кредитними інститутами (комерційними банками або іншими закладами), що беруть позики і дають гроші в борг, і, по-друге, інвестиційними або аналогічними організаціями, що забезпечують випуск і рух різноманітних боргових зобов'язань, які реалізуються на ринку цінних паперів. Таким чином, кредитний ринок поділяється на два *ринки*: *грошових ресурсів* (готівка грошей) і *боргових зобов'язань* (інструментів позики).

*Валютний ринок* — це механізм, за допомогою якого встановлюються правові та економічні відносини між споживачами і продавцями валют. Попит на іноземну валюту пов'язаний із залежністю національної економіки від імпорту і зумовлений її конвертованістю (конвертованість — це гарантована можливість грошової одиниці вільно обмінюватися на інші валюти). За цілковитої конвертованості національної валюти будь-яка юридична і фізична особа може вільно брати участь у зовнішньоторговельній діяльності, вільно продавати, купувати і обмінювати національну валюту на іноземну за певним курсом без будь-яких обмежень або прямого втручання держави. Що нижчий рівень конвертованості національної валюти, то більшою мірою валютний ринок піддається державному регулюванню (зокрема, встановленню фіксованого курсу національної валюти до інших валют).

Як зазначалося, ринок цінних паперів об'єднує частину кредитного ринку (ринок інструментів позики, або боргових зобов'язань) і повністю ринок інструментів власності. Інакше кажучи, цей ринок охоплює операції з випуску й обігу інструментів позики, інструментів власності, а також їх гібридів і похідних. До інструментів позики належать передусім облигації, векселі, ощадні сертифікати; до інструментів власності — усі види акцій; до гібридних інструментів — цінні папери, що мають ознаки як облигацій, так і акцій (наприклад, привілейовані акції та конвертовані облигації); до похідних інструментів — варанти, опціони, ф'ючерси та інші аналогічні цінні папери. Отже, ринок інструментів позики як елемент кредитного ринку працює з позиковим капіталом, тоді як ринок інструментів власності — з власним капіталом, тобто з частками (паями) власників у капіталі компанії.

Наведений на рис. 13 схематичний зріз ринку фінансових ресурсів характеризує його агреговану структуру. Кожна зі складових може бути сегментована на детальніші елементи.

Ринок цінних паперів, що формується в Україні, охоплює випуск і обіг акцій, облигацій державних (республіканських і місцевих) позик і позик підприємств, державних казначейських зобов'язань, ощадних сертифікатів і векселів, приватизаційних паперів.

Окрім перелічених видів цінних паперів, які за економічною природою є “фіктивним капіталом першого порядку”, у практиці фондової торгівлі широко використовуються також похідні цінні папери (“фіктивний капітал другого і третього порядку”) — депозитні розписки, варанти, сертифікати інвестиційних фондів і компаній, опціони і ф'ючерси. Зазначимо, що згідно з Указом Президента України інвестиційні сертифікати належать до цінних паперів.

### **6.3. РИЗИК ІНВЕСТУВАННЯ**

Ринок цінних паперів породжує інвестиційний ризик. Суть інвестиційного ризику полягає у ризику, по-перше, втрати вкладеного (інвестованого) капіталу і, по-друге, втрати (неодержання) очікуваного доходу.

Здійснюючи інвестування, розумний інвестор насамперед виходить з міркувань безпеки і лише потім — з розрахунку на одержання майбутнього прибутку. Ринковий ризик якраз і пов'язується з можливою втратою первісного капіталу, що є наслідком несприятливого руху ринкових

цін на ринку цінних паперів. Специфіка ринкового ризику полягає в тому, що він, як правило, не пов'язаний безпосередньо з економічною ситуацією на підприємстві. Серед факторів, що впливають на ринкову вартість акцій підприємства, можна виокремити як пов'язані з ним, так і незалежні: дивідендна політика і розмір відсоткової ставки, страйк і біржова спекуляція, зміна цін на золото і нерухомість, оголошення результатів виборів у країні, хвороба президента тощо.

Покупцями фінансових інструментів на ринку цінних паперів можуть бути інвестори, спекулянти (арбітражери) або гравці. Інвестор, як правило, вкладає гроші на тривалий час і розраховує на одержання доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а тому намагається максимально зменшити ризик втрати вкладеного капіталу. Спекулянти (арбітражери) — як правило, юридичні особи — торгівці цінними паперами, інвестиційні банки та інші інститути, що розраховують на одержання доходу внаслідок одноразових угод на різноманітних сегментах ринку. Маючи повну інформацію про стан ринку, вони практично виключають ризик.

Гравці ризикують, сподіваючись угадати тенденції зміни курсу фінансових інструментів, і збільшують на цьому суми вкладених грошей.

За такої різноманітності формалізованих і неформалізованих факторів та умов доходимо висновку, що коливання ринкових курсів цінних паперів, у принципі, є випадковим процесом. А така випадковість означає, що ніхто не може “перемогти” ринок, за винятком щасливої випадковості або наявності конфіденційної, важливої для емітента інформації.

Загалом, будь-які інвестиції містять елементи ризику. Однак він неоднаковий при купівлі різних видів цінних паперів і прямо пов'язується з розміром очікуваних доходів. У табл. 3 наведено інформацію про співвідношення ризику і доходу за видами цінних паперів або вкладів на основі досвіду США.

Як бачимо, ризик втрати капіталу безпосередньо залежить від ринкового ризику і бізнес-ризiku, а ризик втрати очікуваного доходу — від відсоткового ризику і ризику зміни купівельної спроможності грошей.

*Бізнес-ризик* виявляється у спроможності підприємства підтримувати рівень доходу на вкладений капітал. В умовах акціонерного товариства — це можливість підтримувати дохід на акцію на незмінному рівні.

Бізнес-ризик виникає тоді, коли комерційна і господарська діяльність компанії виявилася менш успішною, ніж була раніше або очікувалася. Наприклад, може зменшитись обсяг реалізації через те, що конкуренти знизили ціни або запропонували на ринку конкурентний товар. До цього



## Характеристика ризику і доходу за видами цінних паперів або вкладів США

Цінний папір або вид вкладу	Дохід на інве- стиції, %	Ризик втрати інвесто- ваного капіталу		Ризик втрати очікуваного доходу	
		ринковий	бізнес- ризик	відсотковий	зміни купівельної спромож- ності грошей
Спекулятивні прості акції	15–20	В	В	Н	Н
Акції підвищення	10–12	В	В	Н	Н
Акції “з блакитними корінцями”	8–10	С	С	Н	Н
Сертифікати інвестицій- них фондів	8–10	С	С	Н	Н
Доходні акції	7–8	С–Н	С–Н	С	С
Конвертовані приві- лейовані акції	6–10	В–С	В–С	Н	Н
Конвертовані облигації	5–10	В–С	В–С	Н	Н
Облигації підприємства	5–8	С–Н	С–Н	В–С	В
Муниципальні облигації	4–5	Н	Н	В	С
Державні облигації	4–6	Н	Н	В	В
Рахунок в ощадному або комерційному банку	4–5	Н	Н	Н	В
Рахунок у швейцар- ському банку	0	Н	Н	Н	В
Заощадження в сейфі або “паночісі”	0	Н	Н	Н	В

можуть призвести прорахунки у внутрішньогосподарському плануванні, в організації виробництва, у маркетинговій стратегії, збуті продукції тощо. Отже, одним з основних завдань менеджменту є зведення бізнес-ризиків до мінімуму через забезпечення ефективного функціонування виробництва, детального вивчення ринку збуту продукції, послуг і гнучкого реагування на зміни, що відбуваються.

У разі придбання цінних паперів компанії, що працює неефективно, інвестор ризикує втратити не тільки очікуваний дохід, а й інвестований капітал.

*Відсотковий ризик* пов’язаний з борговими цінними паперами (інструментами позики) і виникає через підвищення відсоткової ставки. Наприклад, якщо внаслідок політики держави відсоткова ставка підвищується,

то вартість облігації підприємства знижується, і навпаки. Однак якщо вартість облігації підприємства збільшується, акціонерне товариство може випустити нові облігації з нижчою купонною ставкою.

*Ризик зміни купівельної спроможності грошей* зумовлюється переважно темпами інфляції у країні. Цей вид ризику позначається на заощадженнях громадян, що зберігаються на рахунку в банках або в “панчохах”, а також на вартості цінних паперів з фіксованим доходом. Прості акції, дивіденди за якими не є постійними, застраховані від інфляції, бо з підвищенням темпів інфляції збільшуються й розміри прибутку, з якого виплачують дивіденди. Крім того, дієвим засобом страхування (хеджування) проти інфляції є виплата дивідендів акціями.

Таким чином, облігації заощадження (див. табл. 3) на рахунку в банках мають менший дохід порівняно з простими акціями, однак і значно менший ризик втрати первісного капіталу. Водночас ризик зменшення купівельної спроможності грошей внаслідок інфляційного впливу для цих видів інвестицій надто високий.

Як зменшити інвестиційний ризик без істотного зменшення сприятливих інвестиційних можливостей? Досвід показує, що серйозних проблем зазнавали інвестори, які, по-перше, здійснювали інвестування, не маючи чіткого фінансового плану; по-друге, виявляли жадібність, бо купували цінні папери, що обіцяли надприбутки, не враховуючи при цьому наявність надризиків; по-третє, здійснювали інвестування, не маючи жодної інформації про об'єкт інвестування, і у своїх рішеннях сліпо покладалися або на випадок, або на рекламні оголошення; по-четверте, не диверсифікували власний інвестиційний портфель, тобто “клали усі яйця до одного кошика”. (Звичайно під інвестиційним портфелем розуміють “колекцію” цінних паперів, доходи за якими не залежать один від одного. Диверсифікація фінансових вкладень — це і є формування такого портфеля.) Розглянемо, як здійснювати вибір, якщо ви вперше купуєте цінні папери на первинному або вторинному ринку цінних паперів.

## **6.4. ВИБІР ОБ'ЄКТІВ ІНВЕСТУВАННЯ ТА ДЖЕРЕЛА ІНФОРМАЦІЇ ПРО ОБ'ЄКТИ ІНВЕСТУВАННЯ**

*Первинний ринок цінних паперів* — це ринок перших і повторних емісій цінних паперів, на якому здійснюється їх початкове розміщення серед інвесторів. В Україні поступовий процес його становлення почався у зв'язку з акціонуванням державних підприємств. Крім того, на ринку з'явилися акції корпорацій, створених на основі приватного капіталу.

Отже, постають запитання, куди вкласти свій приватизаційний сертифікат, а може, і “зайві” гроші? Акції яких компаній краще придбати?

Для того щоб відповісти на ці запитання, треба вирішити, чого ви чекаєте від своїх інвестицій. Стабільних, регулярних дивідендів як постійної надбавки до поточного споживання чи збільшення через певний період часу їх вартості з метою подальшої реалізації?

Зараз кожний з нас чітко знає, що дивіденди виплачуються з прибутку, розмір платежу встановлюють збори акціонерів, форми виплати дивідендів можуть бути різні, але навіть за наявності прибутку платити дивіденди зовсім не обов'язково.

Доходи інвестора можуть бути забезпечені не тільки за рахунок дивідендів, а й за рахунок підвищення ринкової ціни акції на момент її продажу порівняно з моментом придбання. У цьому разі загальний дохід інвестора формується як різниця між виручкою від продажу і затратами при купівлі плюс дивіденди. Якщо ви бажаєте більш-менш застрахувати свої заощадження від інфляції або ваша мета — швидко “заробити” гроші, наступним запитанням, що потребує відповіді, буде таке: акції яких компаній купувати?

Для цього треба навчитися класифікувати акції за ступенем очікуваного ризику і розміром доходності. Майбутні прибутки компанії залежать від компетентності її менеджерів і галузі національної економіки, де вона функціонує. Світова практика засвідчує, що найдоходнішими є акції телефонних корпорацій, корпорацій водо-, газо- та електропостачання, а також інших комунальних підприємств. Це пояснюється тим, що такі корпорації потрібні завжди, працюють стабільно і мають джерела доходів, що добре прогнозуються. Однак в умовах України найближчим часом такі підприємства, цілком імовірно, не будуть приватизовуватися. Їх акціонування — у майбутньому.

Досить ефективним у розвинених країнах вважається вкладення коштів у компанії, доходи і прибуток яких вищі за середній рівень, але сума виплат за дивідендами відносно невелика (до 35 % прибутку). Така дивідендна політика свідчить про те, що підприємство працює на перспективу, прагне фінансувати наукові та інші дослідження, думає про розширення масштабів виробництва і ринку збуту.

Якщо ви визначилися, у яку галузь зробити вкладення, на наступному етапі слід вибрати конкретну компанію виходячи з оцінки її фінансового стану, прибутковості продукції, динаміки затрат на виробництво, перспективності попиту. Це повинен робити кожний інвестор. Як це здійснити? На підставі якої інформації можна прийняти таке рішення?

Водночас емітент (підприємство, чії акції випущено) заінтересований у залученні коштів потенційних інвесторів для здійснення програми розвитку виробництва. Ще під час першої емісії, коли акції тільки з'явилися на ринку, він має переконати майбутніх акціонерів у привабливості вкладення коштів саме в це підприємство, у надійності вкладень і фірми. Як це зробити? Де взяти таку інформацію?

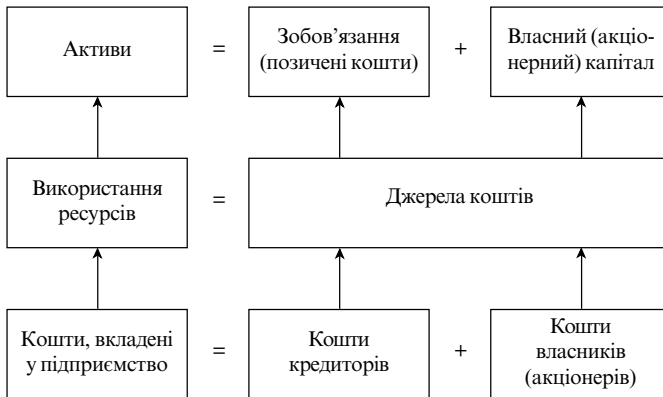
І інвестор, і емітент можуть вирішити ці проблеми на основі аналізу даних фінансової звітності, вимоги до якої досить жорстко законодавчо визначені в усіх країнах з розвиненим фондовим ринком. Зокрема, у Звіті концепції фінансової звітності США зазначається, що фінансова звітність має відповідати таким вимогам:

- давати інформацію, яка була б корисною нинішнім і потенційним вкладникам та підприємствам для прийняття рішень про інвестиції і кредити. Звіти мають бути складені у формі, доступній для розуміння не тільки спеціалістам у галузі бухгалтерського обліку, а й усім, хто прагне розібратися в економічному становищі підприємства;
- давати інформацію, яка допомогла б нинішнім і потенційним інвесторам, а також кредиторам скласти думку про суму, термін і ризик при вкладеннях у фірму;
- давати інформацію, яка б допомагала оцінити частку власного (акціонерного) капіталу, можливий курс акцій, стабільність фірми в перспективі.

Цим вимогам також відповідають дані балансу, звіту про прибуток, звіту про рух грошових коштів і звіту про акціонерний капітал. Необхідна для підготовки таких звітів інформація у наведеній нижче формі, прийнятній для аналізу, повною мірою міститься в різноманітних документах звітності вітчизняних підприємств. Завдання фінансистів і бух-

галтерів підприємства — виконати цю важливу роботу, що потребує терпіння, кваліфікації та розуміння мети розвитку компанії. Питання про те, як це робити, потребує спеціального розгляду. Однак наголосимо, що його суть не в агрегуванні якихось даних, а у підготовці інформації, на основі якої приймають рішення кредитори та інвестори, тобто ті, хто дасть гроші на розвиток.

Як відомо, баланс підприємства розкриває зміст трьох найважливіших категорій: *активів, зобов'язань продавця, власного (акціонерного) капіталу*. Зобов'язання продавця (позичені кошти) та власний (акціонерний) капітал характеризують джерела грошових коштів і відображаються в пасивах балансу. Напрями використання цих коштів формують активи балансу. Основне балансове рівняння пов'язує ці елементи так:



В основі розміщення статей активів балансу лежить критерій ліквідності: від більш до менш ліквідних (як, наприклад, у США) або, навпаки, від менш до більш ліквідних (як у країнах Західної Європи). Прийнята в Україні структура балансу ближча до європейської. Однак зміст статей і порядок їх формування істотно відрізняються від вимог (що забезпечують досягнення основної мети), сформульованих у Звіті концепцій фінансової звітності США і прийнятих на Заході. Тому перед емітентами, заінтересованими в інвесторі, перед інвесторами, які серйозно ставляться до вкладення власних коштів, а також перед фінансовими посередниками, які надають послуги і першим, і другим, постає проблема трансформації існуючої в Україні звітності до форми, зручної для аналізу.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Як класифікуються цінні папери згідно із законодавством України?
2. Охарактеризуйте особливості ринку фінансових ресурсів і цінних паперів.
3. Які бувають ризики в інвестуванні?
4. Як вибирають об'єкти інвестування?
5. Яку інформацію про фінансовий стан об'єктів використовують інвестори?

## **РОЗВИТОК ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ УКРАЇНИ В УМОВАХ ПЕРЕХОДУ ДО РИНКОВОЇ ЕКОНОМІКИ**

---

---

- Фінанси і форми фінансових відносин в економіці.
  - Фінансові зв'язки між державою і підприємством, підприємством і державою.
  - Фінансові зв'язки між державою і громадськими організаціями, державою і населенням.
  - Податки і податкова система.
  - Кредити населення і депозити небанківських кредитно-фінансових структур.
  - Бюджет і структура державної бюджетної системи.
  - Банки і банківська система.
- 
- 

### **7.1. ФІНАНСИ І ФОРМИ ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН В ЕКОНОМІЦІ**

Сучасна ринкова економіка — складний господарський організм, куди входить багато різних виробничих, комерційних, фінансових та інформаційних структур, що взаємодіють на тлі розгалуженої системи правових норм підприємництва і об'єднуються єдиним поняттям — ринок.

Невід'ємною складовою ринкової економіки є гроші та грошовий обіг. Переважна більшість матеріально-речових процесів в економіці ринкового типу так чи інакше відтворюється у вигляді грошей.

Розглядаючи загальну схему управління економікою, бачимо, що багато керуючих впливів на економічні об'єкти здійснюється через фінансову систему, а деякі з них формуються і в самій системі.

Фінансові потоки і рухи коштів, які називають грошовим обігом, утворюють розгалужену багаторівневу фінансову систему, яка складається з численних каналів, що розгалужуються і з'єднуються. В окремих місцях і вузлах цієї системи містяться нагромаджувальні та розподільні пункти, що регулюють спрямування та інтенсивність руху фінансових потоків — *готівки* (банкноти, грошові знаки) і *безготівкових коштів* (рахунки, платіжні доручення, перекази).

Розглянемо в найзагальніших рисах винятково складну фінансову систему, що постійно трансформується і має певні відмінності в кожній країні, а також фінансово-кредитну систему. Ці системи функціонують в умовах сучасної ринкової економіки.

У широкому розумінні фінанси — це економічні відносини у процесі утворення і використання фондів коштів, що опосередковують розширене відтворення. Фінанси охоплюють усі види коштів в усій різноманітності форм їх існування і руху. Разом їх називають *фінансовими ресурсами* [10; 12; 28; 34].

Отже, поняття “фінанси” можна визначити як кошти і фонди в найрізноманітніших видах і формах їх існування, включаючи готівку, у тому числі валюту, безготівкові гроші на рахунках і вкладах, цінні папери, що мають властивість бути грошовим еквівалентом. Кошти можуть належати будь-яким власникам: державі та її органам, територіальним і місцевим органам, громадським організаціям, сім'ям, окремим особам.

Втім, навіть і таке визначення ще не характеризує фінансів в усій повноті їх прояву в економіці. Разом із засобами грошового обігу це й система утворення, формування, розподілу, руху, використання грошей. Тому в економіці під фінансами мають на увазі грошову систему, яка включає як усі види коштів, так і трансформації, що відбуваються з ними у процесі використання.

Фінанси впливають практично на всі елементи будь-якої економічної системи. Тому правомірно говорити про фінансове управління. Конкретні форми фінансових відносин — це потужний інструмент впливу держави на господарські процеси, засіб взаємодії й узгодження економічних інтересів галузей, регіонів, підприємств, окремих громадян. За допомогою фінансів регулюються міждержавні економічні та політичні відносини. Фінанси сприяють саморегулюванню економічних процесів.



Тим часом в Україні донедавна спостерігалось природне для економіки адміністративного типу недооцінювання можливостей фінансів, девальвація їх ролі в суспільній свідомості. Консерватизм, недостатня повага до фінансової системи і до закономірностей її функціонування, локальні спроби змінити її окремими заходами призвели до подальшого розладу фінансів і грошового обігу.

Невміння використовувати фінанси як дієві механізми управління економікою породило напружений фінансовий стан підприємств і галузей господарства, дефіцитність (що дедалі збільшується) бюджетів держави загалом, Автономної Республіки Крим, регіонів та областей України. Емісія й інфляція досягли величезних розмірів і тому важко піддаються регулюванню з боку держави. У таких фінансових умовах жодна економічна система не спроможна ефективно функціонувати і переходить у кризовий стан.

Фінансові відносини є органічною складовою економічних відносин, яка виражає взаємодію і зв'язки у грошовій формі між суб'єктами економічної системи на різних рівнях. Насамперед виокремлюють три категорії економічних суб'єктів: держава; підприємства і підприємці; населення (надалі, коли йтиметься про підприємців, матимемо на увазі й підприємства, що функціонують на підприємницьких засадах). Між ними і всередині них розвиваються фінансові зв'язки, що виявляються як фінансово-грошові потоки. Державними фінансами вважаються кошти, якими в Україні розпоряджаються державні, республіканські (Автономна Республіка Крим) та місцеві органи. Фінанси підприємств і підприємців використовуються для виробничо-підприємницької господарської діяльності. Фінанси населення — це особисті кошти сім'ї та окремих громадян.

Розглянемо загальну схему (рис. 14) фінансових зв'язків між основними суб'єктами фінансових відносин, що характерна для економіки ринкового типу [34]. Вона дає можливість зрозуміти, як здійснюється рух коштів між учасниками фінансових обмінів.

Стрілками на рис. 14 позначено напрями фінансових (грошових) потоків між учасниками, агентами фінансових відносин. Потоки можуть бути як зовнішніми, так і внутрішніми. Внутрішні потоки характеризують розподіл коштів усередині однієї групи між різними напрямками державних витрат, різними підприємствами, окремими категоріями населення.

Виходячи із загальної принципової схеми фінансових взаємодій в економіці виокремимо найбільш представницькі її зв'язки і розглянемо детальніше фінансові відносини на різних рівнях. Це, зокрема, такі види

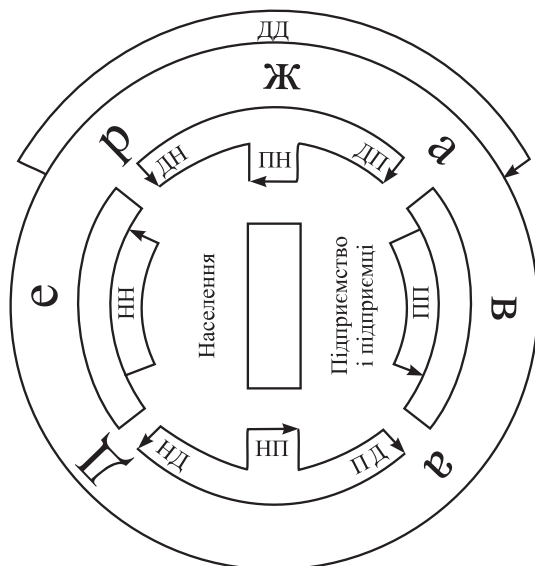


Рис. 14. Загальна схема фінансових зв'язків в економіці

зв'язків і фінансових потоків: “держава — підприємство” (ДП), “підприємство — держава” (ПД), “держава — населення” (ДН), “населення — держава” (НД), “держава — держава” (ДД), “підприємство — населення” (ПН), “населення — підприємство” (НП), “підприємство — підприємство” (ПП), “населення — населення” (НН).

Зв'язок “держава — держава” характеризує перерозподіл коштів з одних каналів бюджету в інші. Зв'язок “підприємство — підприємство” відображає фінансові потоки між підприємствами, а зв'язок “населення — населення” визначає рух коштів між окремими групами населення, сім'ями, громадянами.

## **7.2. ФІНАНСОВІ ЗВ'ЯЗКИ МІЖ ДЕРЖАВОЮ І ПІДПРИЄМСТВОМ, ПІДПРИЄМСТВОМ І ДЕРЖАВОЮ**

У зв'язках “держава — підприємство” і “підприємство — держава” можна виокремити фінансові відносини між державою та державними підприємствами.

За допомогою системи оподаткування, а також різних платежів і відрахувань підприємств до державного бюджету та інших централізованих фондів держава через свої фінансові органи реалізує право власності на засоби виробництва, вилучаючи у підприємств і централізуючи частину їх прибутку, тобто держава одержує від підприємств кошти. Але фінансовий потік на цьому рівні не односторонній. Підприємства також можуть одержувати від держави кошти. Державна фінансова підтримка підприємств здійснюється за допомогою прямих асигнувань, наприклад централізованих капітальних вкладень і дотацій, а також як надання різних економічних пільг (з оподаткування, через звільнення від сплати певних платежів). Відтак виникають розгалужені фінансові потоки (рис. 15) в обох напрямках [34]. Такі зв'язки займають поки що чільне місце в економіці України. Проте в міру роздержавлення економіки і розвитку колективної та приватної власності вони слабшатимуть, а взаємодія держави з підприємствами колективної і приватної власності, включаючи підприємницькі підприємства, посилюватиметься.

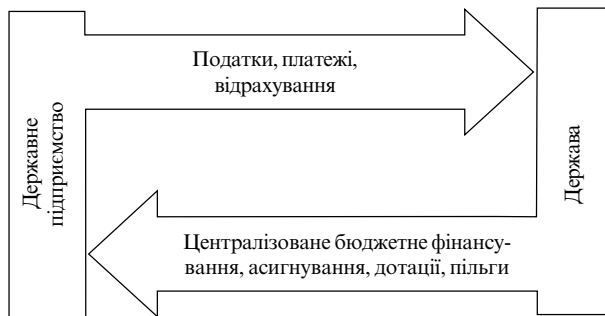


Рис. 15. Фінансові зв'язки “держава — державне підприємство”

Фінансові відносини між державою і підприємствами недержавних форм власності різняться видами грошових надходжень і платежів. Взаємовідносини цього типу складаються відповідно до економічної ролі держави, функцією якої є створення коштів державного, республіканського (Автономної Республіки Крим) і місцевого бюджетів, що йдуть на задоволення суспільних потреб. Ці кошти створюються через їх вилучення, насамперед, у підприємств. Це основний канал фінансових надходжень до державного бюджету. І хоча вилучення коштів у підприємств зменшує їх інтерес до одержання прибутку, державі доводиться це робити.

Державні органи застосовують систему податків, платежів, ренти за користування землею, орендної плати, одержання частки прибутку за наявності у підприємства частини власності, що належить державі.

Однак зазначимо, що держава не є лише пасивним виконавцем суспільних функцій. Вона може виконувати стосовно недержавних підприємств і підприємців роль активного учасника фінансових відносин, надаючи свої замовлення і спрямовуючи фінансові ресурси в потрібну сферу виробництва. У цьому разі недержавні підприємства одержують від державних органів кошти у формі оплати, а також певних асигнувань, дотацій, пільг, кредитів.

Фінансова політика держави спрямована не тільки на збирання необхідних суспільству та державним структурам коштів і їх цільове використання на загальнодержавні соціальні потреби. Вона може бути також заборонною і обмежувальною, нести елемент примусу, створюючи межі, в яких функціонує колективне або приватне підприємство. Отже, через систему жорстких фінансових санкцій держава може змінити спрямованість підприємницької діяльності або взагалі заборонити її. Так робиться в будь-якій розвиненій економічній системі, практично в кожній країні незалежно від її суспільно-політичного устрою, зокрема у країнах з ринковою економікою.

Однак масштаби вилучення коштів у підприємств як державної, так і недержавних форм власності й заборонно-обмежувальні заходи потребують перегляду та прийняття продуманих послідовних і компетентних рішень на основі законів. На жаль, поки що доводиться спостерігати інше. Наприклад, практично постійно змінюються ставки податків, відрахувань, запроваджуються і скасовуються заборони.

Основною тенденцією розвитку фінансових відносин між державою і підприємствами при переході до ринкових відносин має бути насамперед прагнення до їх вирівнювання, універсалізації незалежно від форми власності, яку вони використовують у підприємницькій діяльності. Водночас потрібно враховувати деякі елементи специфіки, особливості податків і платежів, масштаби оподаткування, а також передавання підприємствам фінансових коштів з державного бюджету, особливо у процесі інвестування підприємств пріоритетних галузей народного господарства.

Дуже складними і багато в чому невизначеними залишаються фінансові зв'язки між різними державними структурами та державними органами різних рівнів, які відображають одночасно розподіл і перерозпо-

діл фінансових ресурсів державного бюджету України (зв'язок ДД на рис. 14).

Оскільки Україна стала самостійною державою, то колишній республіканський фінансовий фонд є, по суті, її основним державним бюджетом. З огляду на таку спадкоємність його можна назвати державно-республіканським. Крім того, елементи фінансової державності виявляються і на місцевому рівні як регіональні, муніципальні фінансові ресурси і фонди у формі місцевих бюджетів.

Між цими трьома державними за природою фінансовими структурами і складаються розподільні та перерозподільні фінансові відносини. Вони набули зараз особливої гостроти у зв'язку з виокремленням з колишнього СРСР незалежної Української держави, здобуттям державного й економічного суверенітету, прагненням Автономної Республіки Крим, окремих регіонів до фінансової самостійності, взаємними фінансовими претензіями нових учасників поновлених фінансових відносин. Усе це позначається на взаємовідносинах з приводу створення і розподілу фінансових ресурсів. Відбуваються істотні зміни у фінансових відносинах і фінансовій владі, а також змінюється співвідношення фінансових прав та обов'язків на всіх рівнях і в усіх сферах економіки України.

Процес фінансової перебудови в Україні відбувається дуже напружено насамперед тому, що на перших стадіях перебудови реформі фінансових відносин не приділялось належної уваги. Вона рухалася вниз, тоді як рух знизу вгору був загальмований. Не було природного, погодженого делегування фінансових повноважень, їх чіткої регламентації з урахуванням інтересів усіх рівнів. Потім відбулося зворотнє відторгнення фінансових функцій у центральних органів України. У результаті централізовані в минулому державні фінансові ресурси під тиском знизу перерозподілялись на користь органів нижчих рівнів, центр поділився фінансовими правами і можливостями з областями, містами та районами.

Налагодження нормальних фінансових відносин між рівнями державної фінансової системи України багато в чому залежить від наявності та дотримання законів України, подолання місцевими органами фінансової безпорадності.

Розглянемо фінансові відносини між підприємствами-контрагентами, що мають господарські зв'язки (рис. 16).

В умовах переходу до ринку активізуються фінансові відносини між підприємствами всіх форм власності та видів підприємництва, що впливають з їх економічних взаємозв'язків. Сукупність фінансових, грошових розрахунків зумовлена наявністю господарських договорів, які

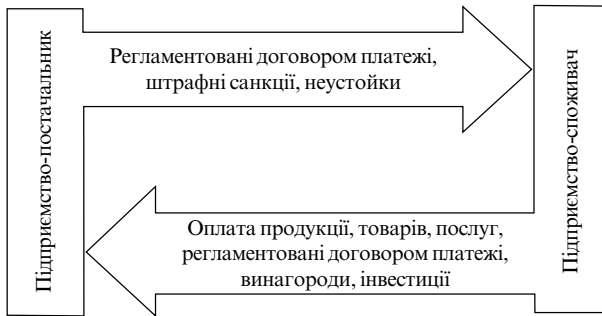


Рис. 16. Фінансові відносини між підприємствами

регламентують взаємні платіжні зобов'язання, штрафні санкції, сплату неустойок за порушення договірної дисципліни, матеріальну винагороду за виконання особливих вимог.

Крім того, виникають нові форми фінансових взаємовідносин. Так, за допомогою створення системи підприємств, заінтересованих в участі у господарській і фінансовій діяльності один одного, розмиваються або навіть руйнуються відомчі перегородки. Насамперед це виявляється при запровадженні підприємств акціонерних форм власності. У цьому разі підприємства, маючи цінні папери один одного, стають не просто суміжниками, а заінтересованими партнерами. І хоча у процесі виробництва і постачань їхні інтереси різняться, акціонери здійснюють взаємний контроль, обмежуючи прояви егоїзму однієї зі сторін у зв'язку із заінтересованістю у стабільності й високому курсі спільних акцій [34].

У фінансовому аспекті така система означає створення умов вільного переливання фінансового капіталу з галузі в галузь. Справді, якщо підприємства і підприємці самостійно вирішують, куди вкладати капітал, то навіть за наявності централізованих державних капіталовкладень розміри інвестицій та об'єкти їх вкладення передусім визначає ринок.

Розглянемо особливий тип фінансових відносин між підприємствами, а також між державою і підприємством, опосередкований наявністю банківської системи. Ідеться про фінансові зв'язки, що виявляються у формі взаємовідносин підприємств і банків з приводу кредитування у процесі господарської діяльності та надання банками фінансово-посередницьких послуг підприємствам. Крім того, банки можуть стати і співвласниками-акціонерами підприємств, тоді їх фінансові взаємовід-

носини можуть виникнути і з приводу часткового розподілу чистого доходу (прибутку).

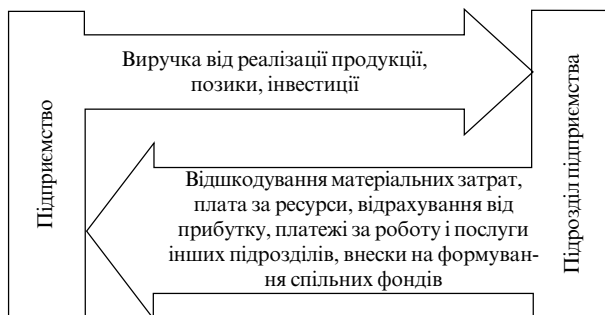
Фінансові потоки, що виникають у процесі становлення і функціонування фінансових ринків, де суб'єктами відносин стають банки, біржа, підприємства і підприємці, набувають особливого значення. Якщо розглядати банки як своєрідні “фінансові підприємства”, то описувані фінансові відносини правомірно віднести до специфічних відносин між підприємствами, організаціями виробничої і невиробничої сфер, з одного боку, і фінансовими підприємствами — з іншого. До таких підприємств належать комерційні та будь-які інші фінансово-кредитні товариства, у тому числі страхові. Якщо ж у відносинах з підприємствами бере участь державний банк, то, по суті, виникає фінансовий зв'язок між підприємствами і державою.

Ринкові відносини потребують гнучкого механізму різнобічного грошово-кредитного регулювання господарського обороту, руху матеріальних цінностей, фінансових потоків, де визначальну роль відіграють елементи банківської системи. Глибина і розмаїтість фінансових зв'язків, грошових переміщень між підприємствами (підприємцями) і банками характеризують зрілість ринкових відносин, ступінь становлення і розвитку ринкової економіки в державі.

Поглиблення фінансових зв'язків і відносин між підприємствами і банками, взаємопроникнення їх функцій в умовах вільного ринку є потужним важелем фінансового впливу на економічні та соціальні процеси, засобом регулювання грошового обігу. Організацію банківської системи в економіці ринкового типу докладніше висвітлимо в наступних підрозділах.

Перехід до госпрозрахункових відносин усередині підприємств, переведення структурних підрозділів на колективний підряд та інші форми організації й оплати праці активізують внутрішньогосподарські фінансові відносини, де підрозділ є самостійним фінансовим об'єктом. Такі відносини найчастіше пов'язані з формуванням і розподілом власного прибутку та прибутку структурної одиниці, підрозділу, колективного фонду оплати праці й встановленням пайової участі кожного працівника у прибутку підрозділу. Крім того, виникають фінансові відносини між структурним підрозділом і підприємством з приводу відрахування частини прибутків структурної одиниці на користь усього підприємства. Такі відрахування неминучі, якщо підприємство функціонує як цілісна господарська одиниця з власними фондами, прибутками, витратами [34].

Фінансові зв'язки між підприємством і його структурними підрозділами (цехами, ділянками, бригадами), які не є самостійними одиницями, наведено на рис. 17.



*Рис. 17. Фінансові зв'язки між підприємством і його структурними підрозділами*

Така схема можлива за наявності розвиненого внутрішньовиробничого господарського обліку, самофінансування підрозділів, системи взаємних розрахунків, коли структурна одиниця одержує і розподіляє виторг (прибуток) від власної діяльності, тобто перетворюється у фінансовому плані на своєрідне підприємство всередині підприємства (у будівництві, наприклад, це трест і будівельно-монтажні та будівельні управління). Розвиненість внутрішніх фінансових відносин між підрозділами, а також підрозділів із спільною адміністрацією підприємства призводить до необхідності ведення власного бухгалтерського обліку, окремого рахунку структурної одиниці (субрахунку). Однак доцільність фінансового суверенітету підрозділів, структурних одиниць підприємства може виявитися сумнівною; у будь-якому разі тут мають існувати розумні межі.

Фінансові зв'язки між структурними підрозділами підприємства і підприємством, адекватні зв'язкам між підприємствами або між підприємством і державою, обґрунтовані лише тоді, коли структурний підрозділ є досить відособленою виробничо-економічною одиницею і якщо поділ фінансів і перехід до взаємних фінансових розрахунків стимулюють збільшення доходів та підвищення ефективності роботи.



### **7.3. ФІНАНСОВІ ЗВ'ЯЗКИ МІЖ ДЕРЖАВОЮ І ГРОМАДСЬКИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ, ДЕРЖАВОЮ І НАСЕЛЕННЯМ**

До громадських організацій звичайно зараховують партійні, профспілкові, спортивні, культурно-просвітні організації, різні спілки і фонди. Частина з них мають свій бюджет, сформований за рахунок членських внесків, пожертвувань, доходів від господарської діяльності. Фінансові відносини держави з такими організаціями мають будуватися на податковій основі або на принципах пайової участі держави в доходах.

Однак багато громадських організацій — установи культури, освіти, охорони здоров'я, соціального забезпечення, спорту — перебувають на бюджетному фінансуванні. У таких організаціях фінансові потоки формуються переважно в напрямі від держави до цих організацій. Держава, звичайно, не повинна чинити податкового тиску на добродійні фонди й організації, які допомагають їй виконувати суспільно необхідні функції, наприклад, у сфері соціального забезпечення. Вважається також обгрунтованою державна політика фінансового сприяння таким добродійним фондам, як дитячий, миру, культури, милосердя і здоров'я. Пільги з оподаткування правомірно надаються як цим фондам, так і організаціям, що виділяють кошти на добродійні потреби або виконують інші соціальні функції в інтересах суспільства [34].

Фінансові відносини між підприємствами і населенням характеризуються найпростішими і найпомітнішими зв'язками. Підприємства виплачують працівникам заробітну плату й інші види грошових винагород, що входять в оплату праці. Це центральний, найбільший за масштабами грошовий потік від підприємств до населення. Але можуть бути й інші потоки. Так, ощадні, комерційні, страхові банки до деякої міри можна зарахувати до фінансових підприємств; від них також утворюються грошові потоки до населення у вигляді відсотків на вкладах та страхових виплат. Крім того, з грошових фондів підприємств здійснюються окремі соціальні й інші виплати теперішнім або колишнім їх працівникам і членам їхніх сімей. До таких виплат у міру розвитку акціонування належать дивіденди, що виплачуються за акціями, які перебувають на руках у населення, а також повернення у грошовій формі особистої або приватної власності під час звільнення працівника або в разі його смерті.

Населення здійснює грошові виплати підприємствам у процесі реалізації ними товарів і послуг. Це безпосередньо стосується підприємств

торгівлі, громадського харчування, сфери платних послуг. У міру розвитку підприємництва, роздержавлення і приватизації дедалі більша частина цього грошового потоку надходить до підприємств недержавних форм власності. Найінтенсивніші фінансові зв'язки між державою і населенням зображено на рис. 18.

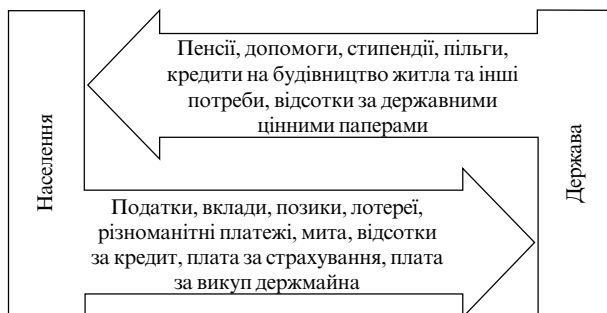


Рис. 18. Фінансові зв'язки між державою і населенням

## 7.4. ПОДАТКИ І ПОДАТКОВА СИСТЕМА

В умовах економічної реформи закономірно підвищується роль податків як основного інструмента, що регулює вплив держави на розвиток ринкових відносин. Це найважливіший елемент, що забезпечує ефективність реформ з позицій стабілізації економіки і підтримання соціальної справедливості. “Податок — це економічна основа урядової машини і ніщо інше”, — писав К. Маркс.

В економічній науці податки поділяються на дві групи: *прямі* — переважно прибуткові, і *непрямі* — на споживання. Прямі податки, узяті із заробітної плати або інших доходів населення, є прямим відрахуванням частини доходів населення до державної скарбниці. Щодо непрямих податків (їх ще називають акцизами), то вони звичайно “заховані” у ціні товару (в окремих країнах доданий до ціни товару податок оголошується відкрито).

Характеризуючи прямі податки, потрібно виходити тільки з доходів, до яких належать заробітна плата або інші грошові надходження окре-

мого індивіда. Підприємство, скажімо, також виплачує податок з прибутку, але з погляду кінцевого споживання податки з підприємств є непрямыми. Податок з обороту, що є податком на споживання (акцизом), затушований сплатою його до бюджету підприємствами й організаціями під час передавання з однієї товаропровідної мережі в іншу, а не безпосередньо кінцевому споживачеві. При цьому податок сплачується ще до продажу товару споживачеві. Тому до бюджету надходить фактично ще не-реалізована додаткова вартість у вигляді кредитів банку, забезпечених товарними запасами.

Досвід окремих країн, а тепер і власний, свідчить про те, що природі товарно-грошових відносин найбільшою мірою відповідає податкова система регулювання доходів. По суті, податки становлять граничну форму економічних нормативів, у межах якої кількість їх стає мінімальною, вони знаходять єдине вираження і єдині правила дії для всіх підприємств, а їх розміри стають стабільними, не зазнають частих змін.

Усі податки вилучаються державою і спрямовуються до державного і місцевого бюджетів. На відміну від нормативів, що встановлюються плановими, відомчими та галузевими органами, податки (точніше, податкові ставки) встановлюються на законодавчій основі.

Із правових, юридичних позицій *податкова система* — це *норми, що регулюють розміри, форми, методи і строки безоплатного вилучення державою частини грошових доходів підприємств, організацій, населення у вигляді загальнодержавних податків, місцевих цільових платежів і зборів, що встановлюються законодавчими актами.*

Податкове регулювання доходів має на меті зосередити в руках держави, у державних, місцевих бюджетах кошти, необхідні для вирішення проблем соціального, економічного, науково-технічного розвитку, що стоять перед народом, країною, регіонами, галузями.

Оподаткування належить до давно відомих способів регулювання доходів і є джерелом поповнення державних коштів. Загальні принципи оподаткування сформулював ще А. Сміт у відомій книзі “Дослідження про природу і причини багатств народів”. Він запропонував розглядати три джерела податку: ренту, прибуток і заробітну плату. Наведемо загальні погляди А. Сміта на цю проблему, які й сьогодні викликають інтерес.

1. Піддани держави повинні за можливості відповідно до власних здібностей і сил брати участь в утриманні уряду, тобто відповідно до доходу, яким вони користуються під заступництвом і захистом

держави... Кожен податок (зауважимо це раз і назавжди), який у кінцевому підсумку припадає тільки на один з трьох згаданих видів доходу, є обов'язково неоднаковим.

2. Податок, який зобов'язується сплачувати кожна окрема особа, має бути точно визначений, а не довільний. Строк сплати, спосіб платежу, сума платежу — усе це має бути зрозумілим і визначеним для платника і будь-якої іншої особи.
3. Кожен податок повинен стягуватися тоді й так, коли і як платникові буде найзручніше його платити.
4. Кожен податок має бути так задуманий і розроблений, щоб він брав і утримував із кишень народу якомога менше, ніж він приносить казначейству держави.

Як бачимо, А. Сміт виходив з таких принципів оподаткування: рівності, визначеності, простоти і зручності, необтяжливості, стабільності, рівнонапруженості, обов'язковості, соціальної справедливості, допустимості.

Природно, що побудувати систему оподаткування, яка відповідає всім переліченим принципам, важко. Багато вимог, що диктуються ними, важкосумісні та суперечливі. У цьому поряд із політичною нестабільністю полягає причина постійної зміни видів і ставок податків.

У податковій системі платниками податків є, з одного боку, всі види підприємств, організацій, установ, а з іншого — населення.

Від населення до держави утворюється зворотний фінансовий потік у вигляді податкових платежів і форм кредитування держави населенням. Таке кредитування здійснюється у вигляді вкладів у державні ощадні банки, придбання облігацій державних позик, сертифікатів, лотерейних квитків, інших видів державних цінних паперів.

У формуванні фінансових відносин між населенням і державою певну роль відіграє прибутковий податок. Такий податок стягується з громадян залежно від індивідуального доходу із заробітної плати бухгалтерією підприємств, але за природою він державний. Прибутковий податок забезпечує надходження до державного бюджету приблизно 10–12 % загального доходу. У майбутньому в міру збільшення грошових доходів населення надходження коштів державі за цією статтею могли б істотно збільшитись. Зазначимо, що через низькі доходи більшості груп населення державні органи не можуть покладати на нього значну частину фінансового тягара у вигляді прибуткового податку. Внаслідок цього посилюється податковий тиск на підприємства і збільшується державний борг за рахунок використання державою коштів, узятих у борг у населення.

Протягом десятків років існувала вкрай недосконала з усіх поглядів система оподаткування громадян. Основний її недолік полягав у тому, що податкова ставка понад деяку межу доходу, не оподатковуваного податком або оподатковуваного низьким податком, була постійною і не залежала від рівня доходів.

Нові законодавчі акти України про податки багато в чому виправили систему оподаткування громадян, що діяла раніше. Основні об'єкти нової системи оподаткування характеризуються насамперед тим, що всі доходи громадян диференційовані за групами, причому в кожній з них упродовжено власну шкалу оподаткування. Виокремлюють такі об'єкти оподаткування:

- заробітки, які одержують громадяни за виконання трудових обов'язків, і прирівняні до них доходи;
- доходи, одержувані від виконання разових робіт та інших видів робіт не за місцем основної роботи;
- доходи від індивідуальної трудової діяльності;
- авторські винагороди за створення, видання, виконання або інше використання творів науки, літератури і мистецтва, а також винагороди авторів відкриттів, винаходів, промислових зразків;
- доходи від підприємницької діяльності та інші їх види, не пов'язані з виконанням трудових обов'язків;
- доходи громадян від ведення селянського господарства;
- оподаткування іноземних громадян і осіб без громадянства;
- доходи, що їх одержують особи, які не мають постійного місця проживання у країні.

Така розгалужена система прибуткового оподаткування відображає тенденції ринкової економіки, що характеризується свободою підприємництва і різким розширенням форм та видів економічної діяльності громадян, доходи від якої підлягають оподаткуванню.

У будь-якій системі оподаткування населення принципове значення мають такі моменти:

- наявність мінімальної суми доходу, взагалі не оподатковуваного прибутковим податком;
- зміна розміру податку (що вимірюється в абсолютному виразі або у відсотках до прибутку) залежно від доходу;
- наявність і розмір граничної, найвищої ставки податку, що стягується з досить великих доходів;
- зведення різних видів доходів одного громадянина в єдиний загальний дохід;

- податкові пільги і звільнення від податку певних категорій громадян та видів доходів;
- санкції за приховування доходів і несплату податку;
- організація обліку і контролю доходів, стягування податків.

Усі перелічені сторони і властивості системи оподаткування в основному висвітлюються в новому законодавстві, відповідають принципам переходу до ринкової економіки. Однак вони ще не усвідомлені, не мають стабільності й не увійшли до складу фінансової системи. А це не дає змоги поки що подати їх конкретний прояв. Зупинимось лише на окремих моментах.

Встановлення розміру доходів робітників та службовців, що не оподатковується прибутковим податком, безперечно, полегшує фінансове становище низькодохідних верств працівників, але швидкий темп інфляції і, відповідно, підвищення заробітної плати потребують постійного коригування цієї суми в бік збільшення.

Принципове значення має введення прогресивного оподаткування з підвищенням ставки податку в міру підвищення доходу; водночас непомірна прогресія здатна стримувати інтерес працівника до збільшення його доходу і тим самим — стимул до продуктивної праці. Тривалі й гострі суперечки з приводу граничної податкової ставки привели до встановлення її на рівні 30 %, що вважається раціональним.

Робляться спроби щодо обов'язкового декларування доходів громадян від усіх видів діяльності, включаючи індивідуальну, надомну, тимчасову, разову (інтелектуальну і фізичну), зведення воедино усіх без винятку видів доходів й оподаткування загальної суми за прогресивною шкалою. На наш погляд, зведення всіх доходів в єдиний і обкладення всієї суми прогресивним податком не можна визнати економічно виправданим. Така система веде до втрати стимулів громадян як до фізичної й інтелектуальної праці, так і до збільшення їхніх доходів. Крім того, практично неможливо звести всі види доходів в одну загальну суму, бо доходи неминуче приховуються. Витрати на утримання додаткового штату податкової інспекції можуть виявитися значно вищими, ніж розмір податку від підсумовування додаткових доходів. Тому прогресивне оподаткування з підвищенням ставки податку доцільніше здійснювати за окремими видами і категоріями доходу без його підсумовування.

З позицій соціальної справедливості надзвичайно важливо встановити категорії осіб, доходи яких або взагалі не повинні оподатковуватися прибутковим податком, або оподатковуватися за пільговою шкалою. Вва-

жаємо, що до цієї категорії, безперечно, належать пенсіонери, інваліди, годувальники багатодітних сімей, самотні матері, учні, студенти. Правомірно також звільнити від податку або оподатковувати за пільговою шкалою окремі види доходів, включаючи пенсії, допомогу, стипендії, відсотки і вигрashi за вкладами, матеріальну допомогу, винагороду за раціоналізаторські пропозиції та інші аналогічні види доходів. Не повинні оподатковуватися прибутки, що перераховуються громадянами на добродійні потреби і цілі. Зараз спостерігається наближення до таких принципів побудови системи прибуткового податку.

## **7.5. КРЕДИТИ НАСЕЛЕННЯ І ДЕПОЗИТИ НЕБАНКІВСЬКИХ КРЕДИТНО-ФІНАНСОВИХ СТРУКТУР**

У фінансових відносинах між державою і населенням крім оподаткування є ще одна своєрідна сторона, пов'язана з рухом коштів від населення до державної скарбниці, — кредити. Про це багато людей навіть не мають уявлення, хоча є кредиторами держави.

*Кредит — це економічні відносини, за допомогою яких здійснюється мобілізація тимчасово вільних коштів і надання їх державі, підприємствам та організаціям на умовах повернення, строковості, забезпеченості й платності з метою розвитку виробництва.* Кредит є формою руху позичкового фонду, що акумулюється державою і комерційними банками в результаті тимчасового вивільнення коштів з господарського обороту, а також вільних коштів населення і бюджету.

Встановлений у минулому порядок кредитування держави населенням України був своєрідною системою, яку з певною мірою умовності можна називати добровільно-примусовою. Населення кредитувало державу за допомогою придбання облігацій державної позики, грошових сертифікатів, лотерейних квитків і збереження особистих грошових заощаджень у державному ощадному банку. В умовах командно-адміністративної системи іншої альтернативи збереження грошових заощаджень населення практично не мало.

У процесі переорієнтування економічного курсу, повороту до ринкової економіки становище дещо трансформувалося. Підвищилися процентні ставки за збереження грошей у державних банках, тобто за надання їх у кредит державі. Збільшилася розмаїтість державних цінних паперів.

Населенню реалізуються не тільки облігації державних позик, а й сертифікати, грошові зобов'язання. Почали здійснюватися компенсаційні виплати за вкладками та облігаціями у зв'язку з інфляцією. На жаль, вони далеко не компенсують населенню втрат від знецінення грошей, зданих державі у кредит. Потрібно також зазначити, що надання населенням державі коштів у борг, у кредит у вигляді вкладів і за допомогою купівлі державних паперів усе ще маловигідне людям, приносить мізерні доходи. В умовах деструкції державної фінансової системи і грошового обігу гарантії повноцінного повернення населенню кредитованих державі грошей у вигляді вкладів, облігацій, сертифікатів викликають сумніви.

Відсутність досить твердих, надійних гарантій повернення, низька фінансова вигідність вкладень у державні ощадбанки призводять до того, що значна частина заощаджень залишається на руках у населення, використовується для придбання товарів, не завжди потрібних сьогодні, тобто в запас.

Кредитування держави населенням дотепер здійснюється, головним чином, шляхом зберігання грошових коштів тільки в державному ощадному банку. Це зменшує можливості держави нагромаджувати вільні кошти населення.

Важливою ланкою у світовій практиці акумуляції вільних коштів є небанківські кредитно-фінансові структури: інвестиційні, фінансові, страхові та кредитні компанії, пенсійні фонди. Вони утворюють депозити, тобто приймають грошові внески або цінні папери (акції, облігації, векселі) на збереження. Операції цих структур щодо залучення коштів вкладників є депозитними. Свідченням депозиту є депозитний сертифікат — письмове свідоцтво кредитної установи про депонування коштів, що засвідчує право вкладника на одержання депозиту. Депонентом є фізична або юридична особа, яка внесла депозит.

В Україні система небанківських спеціалізованих кредитно-фінансових установ тільки починає формуватися. Вона охоплює в основному державні фонди: сприяння, зайнятості, пенсійний, державного страхування та ін. Останніми роками почали розвиватися відповідні недержавні (приватні, громадські) організації. Створюються недержавні пенсійні фонди, розширюються масштаби діяльності незалежних комерційних страхових компаній.

Депозити кредитно-фінансових структур можуть бути поточними (до запитання) і строковими. Поки що переважають перші.

Важливим фінансовим ресурсом банків є кошти органів Укрдержстраху. Вони акумулюють страхові внески юридичних і фізичних осіб



і утворюють грошові резерви, необхідні для виплати страхувальникам відповідних відшкодувань. Завдяки тому, що виплата відшкодувань відбувається нерівномірно, а страхові платежі надходять протягом усього року, у страхових органів утворюються великі грошові резерви для майбутніх виплат. Як кредити державі вони можуть бути вкладені, на нашу думку, у строкові банківські депозити. Довгостроковий характер вкладень мають також ресурси запасних і резервних фондів, фондів соціального призначення страхових органів у частині, призначеній для фінансування капітальних вкладень. Як бачимо, зазначені кошти теж можуть бути джерелом середньо- і довгострокових депозитів.

Кредитні ресурси до складу фінансових ресурсів включати неправомірно, оскільки їх фінансування не пов'язане зі створенням нових матеріальних благ, а відбувається в результаті перерозподілу фінансових ресурсів. Однак приріст вкладень населення в банках і приріст депозитів варто розглядати як джерело фінансових ресурсів, оскільки в матеріально-речовому аспекті їм відповідають ресурси, що вивільняються внаслідок відсутності потреби виробляти в розглянутому періоді на цю суму споживчі товари, і, отже, економічно обгрунтованим напрямом їх використання є забезпечення розширеного відтворення. Далі, як кінцевий фінансовий результат процесу відтворення, їх використовують для фінансування капітальних вкладень, приросту власних оборотних коштів, витрат на соціально-культурні заходи, науку, оборону, утримання органів державної влади і управління.

Ми розглянули фінансову систему країни у відносинах між її основними учасниками — державою, підприємствами, населенням. Це внутрішні для країни фінансові потоки. Однак поряд з ними є й потоки між державами, що мають важливе значення для функціонування фінансової системи. Учасниками міждержавних зв'язків можуть бути ті самі суб'єкти фінансових відносин, тобто держава, підприємства і підприємці, населення. Але поки що визначальним учасником є держава. Підприємства тільки починають підключатися до зовнішніх фінансових зв'язків. З розвитком зовнішньоекономічних фінансових відносин у міру переходу до ринкової економіки зможуть активізуватися також підприємства і населення.

Важливою для характеристики фінансового стану країни є проблема *зовнішнього боргу*, зумовленого тим, що валютні доходи державного бюджету нижчі, ніж його витрати. Проблема зовнішнього боргу стає особливо гострою, якщо він перевищує деяке гранично припустиме

значення. Надто великий зовнішній борг створює ситуацію, коли сплата відсотків за ним поглинає значну частину надходжень валюти від експорту.

Якщо до того ж імпорт перевищує експортні надходження валюти, то для сплати відсотків доводиться робити нові борги, які лавиноподібно наростають. Держава змушена розплачуватися за ними національним багатством, золотим запасом, зовнішніми активами державного банку. При цьому падає курс гривні й знижуються шанси на досягнення її конвертованості. Навіть на внутрішньому фінансовому ринку тверда валюта перемагає гривню, відбувається його доларизація.

Для того щоб охарактеризувати фінансовий стан держави, дуже важливо простежити й проаналізувати *внутрішній державний борг*. Він характеризує фінансові відносини всередині країни між державою з одного боку і підприємствами та населенням — з іншого. По суті внутрішній борг — це борг держави населенню і колективам підприємств. Він зумовлений тим, що державний бюджет позичив у них кошти на державні потреби. За формою ж ці кошти позичені не в населення і підприємств, а в державного банку, що зберігає кошти підприємств і населення й утворює з них позичковий фонд, кошти якого й використовуються для надання в борг державі. Але від цього суть не змінюється, тому що повертати кошти їхнім власникам доводиться незалежно від того, хто зберігав їх і хто розпоряджався ними.

Внаслідок дефіцитності державного бюджету, перевищення його витрат над доходами частину витрат доводиться покривати позичковими коштами, що призводить до збільшення внутрішнього державного боргу.

Внутрішній державний борг і дефіцит державного бюджету не такі вже й безневинні для підприємств і населення. Обмежуються державні соціальні програми, державний банк гальмує видачу коштів, виникає невпевненість у надійності вкладів і заощаджень, відбувається надмірна емісія грошових знаків, тобто друкуються все нові й нові гроші, що породжує товарний дефіцит та інфляцію.

Розгляд фінансової системи показує, що перехід до ринкової економіки настійно потребує її оздоровлення, налагодження нормального функціонування цієї системи на всіх рівнях, стабілізації грошового обігу поряд з іншими напрямками освоєння ринкових відносин.

## **7.6. БЮДЖЕТ І СТРУКТУРА ДЕРЖАВНОЇ БЮДЖЕТНОЇ СИСТЕМИ**

Економічне реформування народного господарства України докорінно змінює фінансове управління соціально-економічними процесами, що здійснюється за допомогою бюджетного регулювання джерел надходження і напрямів використання коштів.

**Бюджет** (від англ. *budget*, букв. — сумка) — **це система показників, що характеризують джерела надходження і розподіл коштів**. Поняття “бюджет” можна тлумачити, з одного боку, як сукупність, масу фінансових ресурсів, коштів, які має у своєму розпорядженні будь-який економічний суб’єкт (держава, республіка, регіон, підприємство), з іншого — як співвідношення між доходами і витратами економічного суб’єкта, баланс його коштів, що характеризує відповідність їх джерела надходження і витрат протягом певного періоду.

*Державний бюджет* має ширше тлумачення. Це основний фінансовий план утворення і використання централізованого грошового фонду держави; він забезпечує дотримання пропорцій між рухом фінансових ресурсів та підтримання структури одержання й витрат коштів і збалансованості вартісних потоків у масштабі держави. У загальнодержавному бюджеті України виокремлюють республіканський бюджет (Автономної Республіки Крим) і місцеві бюджети (обласні, міські, районні, сільські, селищні). Вони взаємоузгоджені й утворюють єдиний державний бюджет, що вказує на джерела грошових доходів і характер їх розподілу за видами і напрямками витрат.

У *дохідній частині бюджету* відображається надходження коштів — платежів з доходу підприємств та організацій, податку з обороту, податків з населення та інших платежів; у *видатковій* — спрямування коштів на загальнодержавні потреби — фінансування народного господарства, соціально-культурні заходи, витрати на управління, оборону тощо. Державний бюджет як центральна ланка фінансової системи й основний фінансовий план країни органічно пов’язаний із фінансовими планами (і їх виконанням) усіх суб’єктів суспільного виробництва через оподатковування доходів, фінансування витрат. Держава використовує бюджет для регулювання перерозподілу доходів підприємств і населення з метою ефективного розвитку економіки (регіонів, галузей), здійснення важливих соціальних програм.

Бюджети і бюджетне регулювання існують у будь-якій соціально-економічній системі як ринкового, так і неринкового типу. Однак характер

побудови бюджетів, способи їх формування, затвердження та виконання принципово ризняться.

У централізованій директивно-плановій економіці бюджет цілком підпорядкований державному економічному плану і впливає з нього, він не має самостійного значення. Такий підхід на державному рівні впливає з пануючої у планово-розпорядницькій економіці тенденції надання провідної ролі матеріально-речовим чинникам і другорядної — фінансовим. У результаті в умовах командно-адміністративної системи до розробки, розгляду і затвердження державного бюджету існували тенденції формального ставлення, його автоматично схвалювали і затверджували.

У країнах з ринковою економікою ситуація дещо інша. Упорядкування, затвердженню та аналізу виконання державних бюджетів приділяється велика увага. Так, бюджети на державному рівні й рівні територіальних одиниць є основною, визначальною формою фінансового планування. Зазначимо, що цей факт спростовує уявлення про те, що в умовах ринкової економіки немає централізованого державного планування. Навпаки, бюджетно-фінансове планування у країнах з ринковою економікою налагоджено краще, ніж у державах із плановою соціалістичною системою ведення господарства.

У більшості капіталістичних країн дотримуються усталеної демократичної процедури прийняття бюджетів на загальнодержавному і муніципальному рівнях. Бюджети обговорюються в парламентах і комісіях якнайдетальніше, за всіма видатковими статтями і навіть за окремими об'єктами. Тим самим уряди позбавлені можливості витратити народні гроші не за призначенням.

Нині в Україні бюджет так само став предметом розгляду і затвердження. Але, затвердивши бюджет, про нього одразу забувають і згодом приймають рішення, що руйнують його.

Для підтримання стабільності господарства, запобігання кризовим ситуаціям, забезпечення пропорційності та збалансованості, функціонування й розвитку різних секторів і сфер економіки важливе значення має контроль за фінансовими потоками, своєчасне коригування дохідних і видаткових статей бюджету, тому що реальні фінансові відносини відрізняються від намічених у проектах і планах. Звичайно грошові витрати перевищують початкові намітки, а доходи виявляються нижчими за очікувані. Тож постає потреба коригувати бюджети, використовувати резерви з тим, щоб спрямувати економічні процеси в потрібне русло, узго-

дити їх з фінансовими можливостями. Отже, маємо всі підстави стверджувати, що бюджет є інструментом фінансового регулювання економіки, а бюджетна система становить одну з провідних ланок державного управління економікою.

Загалом в умовах ринкової економіки ступінь державного втручання в утворення, рух, розподіл фінансових ресурсів значно менший, ніж в економіці неринкового типу. Водночас бюджетно-регулююча функція держави в ряді країн з ринковою системою досить висока і має тенденцію до зростання.

За допомогою бюджетів, так само як і за допомогою пов'язаних з ними оподаткування і податкових пільг, субсидій і субвенцій, державних інвестицій, процентних ставок, держава здійснює регулювальний вплив на товаровиробників, а через них — на ринок товарів і послуг, капіталу, робочої сили. Власне, бюджет і ринкові регулятори — це елементи механізму управління економікою. Наприклад, за допомогою податків можна збільшити надходження коштів до бюджету і тим самим мати можливість збільшити державні замовлення, державні інвестиції, соціальні витрати і вплинути на структуру виробництва, напрями його розвитку, ефективність.

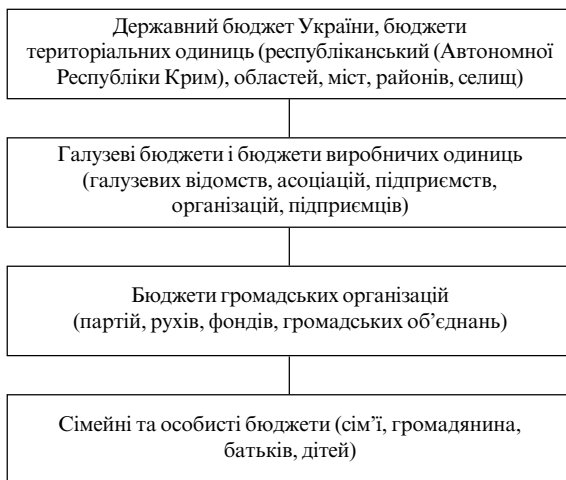
Бюджети становлять складну і багатокomпонентну систему, мають розгалужену багаторівневу структуру.

Побудова бюджету характеризує його структуру, склад, організацію, способи управління ним на всіх рівнях відповідно до економічних суб'єктів, що мають грошові доходи і зазнають витрат, розпоряджаються фінансами, беруть участь у грошовому обігу.

Сукупність бюджетів утворює систему, в якій можна виокремити кілька рівнів за аналогією з фінансовою системою, частиною якої є бюджетна.

За видами суб'єктів розрізняють бюджет державний і бюджети його територіальних частин, галузевих, виробничих одиниць, бюджети громадських організацій, бюджети сімейні та особисті (рис. 19).

Така схема поділу бюджетів за видами залежно від суб'єкта, органу, організації, у віданні та розпорядженні яких перебуває бюджет, властива як ринковій, так і неринковій економіці. Однак через неузгодженість структури органів управління й організаційних структур територіальних і виробничих (галузевих) одиниць наповнення наведеної схеми конкретним змістом, способи формування і використання окремих бюджетів, їх взаємодія істотно різняться.



*Рис. 19. Поділ бюджетів за видами суб'єктів*

Галузеві бюджети в ринковій економіці не відіграють такої істотної ролі, як у планово-директивній, оскільки галузеві міністерства або взагалі не існують, або розпоряджаються вкрай обмеженими грошовими ресурсами. Набагато більшу роль відіграють бюджети підприємств, виробничих організацій, підприємців.

У міру роздержавлення, переходу на госпрозрахункові методи роботи і самофінансування бюджети підприємств та організацій, юридичних осіб ставатимуть щедалі більш незалежними від державного бюджету. Однак ця незалежність не може бути поширена на окремі узаконені форми взаємодії бюджетів, як-от: податкові вилучення з бюджетів підприємств, організацій, підприємців до державного, територіального бюджетів, зворотні грошові потоки у вигляді капіталовкладень, субсидій, субвенцій, що направляються підприємствам та організаціям з державного і місцевих бюджетів.

В економіці ринкового типу бюджети громадських організацій суворо відокремлені від державного. Допускається лише часткове переливання коштів державного бюджету в бюджети добродійних і культурно-освітніх громадських організацій. Політичні організації не повинні користуватися грошима з державних джерел.

Що стосується сімейних та особистих бюджетів, то вони формуються в економіці будь-якого типу. У колишній радянській соціалістичній сис-

темі вважалося прогресивним формувати помітну частину бюджету сім'ї (приблизно четверту частину) через суспільні фонди споживання, насамперед на безкоштовну охорону здоров'я, освіту, соціальні виплати, стипендії, продаж товарів за пільговими цінами, тобто сімейний бюджет частково формувався безпосередньо з державного. В економіці ринкового типу також є суспільні фонди споживання, але вони в сімейному бюджеті займають незначну частку.

Перейдемо до розгляду структури бюджетної системи і її функціонування. В ієрархічно упорядкованій, з чітким підпорядкуванням бюджетній структурі України вирізняють такі бюджети:

- державний (єдиний, загальний);
- Автономної Республіки Крим (входить до загального державного);
- міст Києва, Севастополя; обласних міст і їх районів; районні;
- міст районного масштабу;
- селищні;
- сільські.

Наведена бюджетна структура максимально наближена до тієї, що складається нині в Україні як незалежній державі. Вона має досить конкретний адміністративно-територіальний характер, типові риси, властиві бюджетам великих країн із розгалуженим територіально-адміністративним поділом. Принципові розбіжності державно-територіальних бюджетів в економіці неринкового і ринкового типів полягають не так в елементах структури, як у характері формування бюджетів.

Для економіки державно-адміністративного типу характерне прагнення до гіпертрофованої ролі, що стримує вплив на рух фінансів загальнодержавного бюджету, через який пропускається основна частина національного доходу країни. Наприклад, у радянській економіці через загальнодержавний бюджет проходило 80 % бюджетних надходжень і витрат, тоді як республіканські та місцеві бюджети мали мізерні фінансові доходи і витрати.

В економіці ринкового типу вплив державного бюджету також великий, проте і значну роль у фінансовому обігу відіграють регіональні та місцеві бюджети. Крім того, фінансові потоки формуються не так за допомогою їх бюджетного регулювання з боку державних органів влади, як з волі об'єктів господарювання в особі місцевих органів влади, асоціацій, концернів, фірм, підприємств, підприємців. При цьому так само відбувається бюджетне регулювання, але вже на основі самостійного формування власних бюджетів власниками джерел первісних фінансових надходжень.

В умовах централізованої, директивно-розпорядницької економіки кожний бюджет нижчого рівня формується визначальною мірою з джерел бюджету вищого рівня. За такого підходу виявляється прагнення спочатку зібрати, зосередити вгорі весь бюджетний фінансовий ресурс країни і потім послідовно розподілити його за рівнями. З формальних позицій така структура приваблює можливістю взаємоузгодити доходи і витрати бюджетів усіх рівнів з єдиного центру, максимально упорядкувати і збалансувати бюджетну систему в цілому.

Однак така структура несе в собі всі негативи жорсткого директивно-го централізованого планування і управління. Органи, що керують формуванням, розподілом, витратою коштів загальнодержавного бюджету, дістають можливість спрямовувати бюджетні потоки на свій розсуд незалежно від внеску бюджету нижчого рівня і його потреб у бюджетних асигнуваннях. Неминуче виникає примат державних інтересів перед регіональними і місцевими. В окремих регіонів з'являється природна, хоча і не завжди виправдана підозра в необґрунтованості розподілу бюджетних ресурсів, тобто що вони вносять до державного бюджету набагато більше коштів, ніж одержують з нього.

Відповідно слабшають стимули власників первісних джерел грошових надходжень передавати частину своїх доходів до державного бюджету, брати активну участь у його формуванні. Якщо ж державний бюджет відповідає на це підвищенням ставок відрахувань, введенням нових видів зборів, податків, платежів, що поглинають основну масу прибутку товаровиробників, то вони відповідають на це зниженням рівня рентабельності, прагненням перекачати весь прибуток на виплату працівникам або навіть прямим згортанням виробництва. У цьому полягає одна з причин низької ефективності надмірно централізованої економіки.

Процеси демократизації управління, підвищення господарської самостійності регіонів неминуче спричиняють децентралізацію бюджетної системи. Водночас з позицій переходу до ринкової економіки така децентралізація об'єктивно необхідна, оскільки передавання частини бюджету у пряме розпорядження місцевих органів, що стоять ближче до первинних ланок економіки, сприяє їх економічному розкріпаченню.

З урахуванням сказаного можна виокремити дві *генеральні тенденції у функціонуванні бюджетної структури*.

*Перша* з них полягає в тому, що при збереженні загальної структури бюджетної системи і надходжень до державного бюджету істотно більша його частина передається потім у розпорядження територіальних, міських та місцевих бюджетів. Такі зміни не потребують ламання орга-



нізації й організаційної структури сформованої радянської бюджетної системи. Однак по суті такий підхід означає не трансформацію, а консервацію бюджетних відносин.

*Друга*, прогресивніша тенденція полягає в тому, що бюджети нижчих рівнів дістають самостійність як щодо одержання доходів, так і щодо витрачання коштів з власного бюджету. Регіональні, місцеві бюджетні органи одержують при цьому право безпосередньо вилучати свою частину з доходу підприємств і доходів громадян й формувати на цій основі самостійні системи регіональних бюджетів. Крім того, у регіональних органах виникає можливість одержувати плату за окремі види ресурсів від користувачів.

Можливість самостійно одержувати, розподіляти і витратити фінансові ресурси створює основу для відходу від системи безпосереднього адміністративного підпорядкування нижчих бюджетно-фінансових органів вищим, що забезпечує право і реальну свободу приймати самостійні рішення.

## **7.7. БАНКИ І БАНКІВСЬКА СИСТЕМА**

З розвитком товарного виробництва постала потреба у спеціалізованих фінансово-кредитних установах, що обслуговують рух коштів і сприяють прискоренню економічного зростання шляхом раціонального використання тимчасово вільних грошових ресурсів товаровиробників і споживачів. Так історично з'явилися банки і банківська система держави.

У сучасних ринкових умовах *банки — це фінансові організації (установи), що зберігають, надають, розподіляють, обмінюють, контролюють кошти й обіг грошей і цінних паперів*. Найважливіші функції банків такі:

- емісія засобів обігу, у тому числі грошей і цінних паперів;
- акумуляція (зберігання) тимчасово вільних коштів депонентів (вкладників) з виплатою їм доходу у вигляді відсотка (деPOSITного відсотка);
- надання позичок дебіторам, яким тимчасово потрібні гроші, із стягуванням позичкового відсотка;
- посередницькі послуги в розрахунках і платежах із стягуванням комісійної винагороди;

- інвестування власних коштів банку в об'єкти народного господарства з одержанням доходу на правах власності у формі прибутку, дивідендів за акціями тощо.

Залежно від основних функцій розрізняють банки центральні (емісійні), комерційні (депозитні), іпотечні, зовнішньоторговельні, міжнародні та ін.

У СРСР існувала фактично єдина монополізована банківська система, до складу якої входили емісійний Держбанк, інвестиційний “Будбанк” СРСР і “Зовнішторгбанк” СРСР.

Досягнутий рівень монополізму Держбанку призвів до того, що республіканські та місцеві банки фактично були відділеннями Центрального державного банку країни. Мало того, через те що Держбанк СРСР був безпосередньо підпорядкований уряду і Міністерству фінансів, виникла безконтрольна державна фінансово-банківська олігархія, яка тримала у своїх руках випуск в обіг грошей, розподіл і використання коштів, держала в таємниці інформацію про золотий запас і державний борг.

Гранична централізація банківської системи мала і свої переваги для окремих економічних суб'єктів. Грошова система перебувала в одних руках, що давало змогу стримувати інфляцію та збільшення державного внутрішнього і зовнішнього боргів, стабілізувати грошовий обіг. Вдавалося здійснювати практично безвідсоткове банківське кредитування державних підприємств, особливо радгоспів та колгоспів; в окремих випадках борги державному банку просто не повертались і перетворювались на дотації.

Уже в перші роки перебудови виявилось, що одержавлена і централізована банківська система не відповідає вимогам здійснення ефективної кредитно-грошової політики, не сприяє розвитку товарно-грошових відносин. Проведена у процесі перебудови (1987–1988 рр.) реформа банків з виокремленням із системи Держбанку СРСР спеціалізованих “Промбудбанку”, “Житлосоцбанку”, “Агропромбанку”, “Ощадбанку” і перейменуванням “Зовнішторгбанку” у “Зовнішекономбанк” СРСР по суті мало що змінила, оскільки спеціалізовані банки стали розділеним централізованим банком, до якого додалися вертикальні структури. Це була спроба удосконалити централізовану загальнодержавну банківську систему її частковою модернізацією. У результаті переходу до ринкової економіки стало зрозуміло, що сформована банківська система потребує ліквідації державної монополії, встановлення контролю законодавчих органів над державним банком, передання ряду функцій і повноважень

державного банку республіканським, регіональним, місцевим банкам, відродження комерційних недержавних банківських структур.

В умовах командно-адміністративної системи роль і функції банків були надто обмежені. Вони зводилися до здійснення безготівкових розрахунків між підприємствами, касового обслуговування, а також фінансування капітального будівництва за рахунок коштів держбюджету і спеціальних цільових фондів. Як складова державного апарату банки при централізованому загальнодержавному плануванні здійснювали кредитні операції в межах суворо регламентованих напрямів використання коштів і лімітованих фондів кредитування. Позапланові операції допускалися тільки з дозволу партійно-урядових органів. Для керівників підприємств і банківських працівників фактично не було істотної відмінності між бюджетним і кредитним фінансуванням; кредитування здійснювалось з того ж бюджету за умовними відсотками. Така банківська система могла лише гальмувати розвиток товарно-грошових відносин.

Треба мати на увазі, що банки — не просто сховища і каси для видачі грошей і надання кредитів. Вони становлять потужний інструмент структурної політики і регуляції економіки, здійснюваної через перерозподіл фінансів, капіталу у формі банківського кредитування інвестицій, необхідних для підприємницької діяльності, створення і розвитку виробничих і соціальних об'єктів [25]. Банки можуть спрямовувати кошти, фінансові ресурси у вигляді кредитів у галузі, сфери, регіони, де капітал матиме краще застосування.

Непродумана політика кредитування, штучно занижені відсоткові ставки призводять до руйнівних інфляційних процесів, дефіциту державного бюджету, неефективного витрачання коштів. В умовах, коли банки підпорядковані державному апарату, фінансова саморегуляція замінюється примусовим розподілом найчастіше не реальних, а фіктивних коштів (наприклад, прибутку від залишкового валового обсягу будівельно-монтажних робіт), рухом омертвілого капіталу. Перехід до ринкової економіки потребує звільнення банківської системи від командно-адміністративного управління, перетворення її на активний інструмент управління фінансами в економіці країни, регіону, адміністративних територій.

В економіці ринкового типу кредитно-банківська система складається з різноманітних банків і кредитно-фінансових установ. В організаційному аспекті банківська система є сукупністю взаємозалежних і взаємодіючих банків, кожний з яких виконує функції, що впливають з його призначення.

Одночасно з переліченими банками досить активно почали створюватися комерційні, інвестиційні, страхові та інші фінансові компанії, спеціальні (пенсійні, соціальні, інноваційні) фонди і банки. Разом усі ці фінансово-кредитні установи утворюють *банківсько-кредитну систему*.

У централізованій економіці функції багатьох банків були не зовсім зрозумілі, вони найчастіше дублювали один одного. Охарактеризуємо основні функції банків сьогодні.

**Центральний (емісійний) банк** держави — це “банк банків”, наділений монопольним правом випуску банківських білетів (грошових знаків, банкнот, державних цінних паперів). Основним його завданням є здійснення державної політики у сфері грошового обігу, кредитування і розрахунків, регулювання діяльності всієї банківської системи, здійснення функцій центральної системи. Цей банк звичайно націоналізований і його діяльність перебуває під контролем держави. Тому його називають державним, або центральним.

Державний банк зберігає і використовує в разі потреби золотий запас держави, обов’язкові резерви всіх інших банків країни і надає їм кредити, здійснює касове виконання державного бюджету, встановлює правила банківської діяльності. Ці функції такі важливі для нормального функціонування економіки, що в багатьох країнах світу центральні банки підпорядковані не уряду (виконавчій владі), а безпосередньо парламенту або главі держави. Емісійні банки відіграють роль “останнього кредитора” у критичній, кризовій ситуації, їх політика і резерви істотно впливають на відсоткові ставки, економічну активність, інфляцію. Як важіль здійснення державної економічної політики використовується пряме фінансування центральним емісійним банком державних витрат або придбання ним цінних паперів у кредитних операціях на відкритому ринку. Там, де центральний банк підпорядкований уряду (наприклад, як було в СРСР), дефіцит державного бюджету часто покривається додатковою емісією грошей, не забезпечених товарною масою. При цьому розвивається інфляція, зростають ціни.

**Комерційні банки** — найчисленніший вид банків, що обслуговують грошовий ринок. Щоб зацікавити депонентів у зберіганні грошей, банки виплачують закладами певний відсоток. У разі надання позичок з дебіторів стягується вищий відсоток. За рахунок різниці між цими відсотками утворюється банківський прибуток. Його норма, як і в інших сферах економіки, прагне до середньої норми прибутку.

Абсолютний розмір облікового (позичкового) відсотка визначається в кожний певний момент попитом і пропозицією на позичковий капітал,

рівнем інфляції у країні, очікуваними перспективами розвитку економіки. Відсотки, стягнуті банками, розрізняються залежно від строків і розмірів наданих позичок, їх спроможності, форм кредитування, ступеня кредитного ризику тощо. Для великих надійних дебіторів, як правило, застосовують знижені відсоткові ставки і пільгові умови кредитування. Рівень відсоткових ставок зазнає великих коливань. Наприклад, у 70 — на початку 80-х років ставки відсотка піднімались у США до 20 %, у Франції — до 24 %. До кінця 80-х років ці ставки знизилися до 4,5 %. Інвестиційна діяльність великих банків дає їм можливість зосередити у своїх руках великі пакети акцій промислових та інших підприємств. Комерційні банки звичайно недержавні.

**Інвестиційні банки** спеціалізуються на фінансуванні та довгостроковому кредитуванні різних підприємств і галузей. Звичайно розрізняють фінансові інвестиції — купівля банком цінних паперів, тобто вкладення грошей у цінні папери, і “реальні” інвестиції — вкладення капіталу у промисловість, будівництво, сільське господарство, тобто в об’єкти виробничої і невиробничої сфери.

**Іпотечні банки** надають позички під заставу нерухомого майна, переважно землі на тривалий термін (10–15 років). Іпотека — одна з найбільш ранніх форм кредиту — на жаль, забута у країнах неринкового типу.

Віддаючи у заставу нерухомість, боржник лише формально зберігає право власності на неї, фактично ж він перебуває у становищі орендаря, що виплачує кредитору орендну плату у формі відсотка. У разі несплати іпотечного боргу у строк нерухомість продають з аукціону. У США ставка відсотка за іпотечним кредитом досягає 19–20 % річних.

**Інноваційні банки**, або фонди, здійснюють кредитування (в основному венчурне, тобто пов’язане з певним ризиком) на всіх етапах і стадіях інноваційного процесу створення та впровадження різних нововведень і науково-технічних розробок.

**Ощадні банки** — це фінансово-кредитні установи, які залучають вільні кошти населення, зберігають заощадження, здійснюють безготівкові розрахунки, надають населенню кредити, здійснюють розрахунково-грошові операції з обслуговування населення, включаючи операції з цінними паперами.

Існує багато інших різновидів фінансово-кредитних організацій, у тому числі ломбарди, які видають грошові позички під заставу рухомого майна, ротарі-фонди та інші добродійні фонди, що фінансують програми підвищення освіти й охорони здоров’я.

Важливу роль у світі відіграють міжнародні, міждержавні банки, зокрема Міжнародний банк реконструкції і розвитку, Банк міжнародних розрахунків, Міжнародний банк економічного співробітництва, Європейський інвестиційний банк.

Аналіз розвитку банківської системи України показує, що незважаючи на труднощі переходу до ринкових відносин вона все-таки просувається до ринку. Про це свідчить роздержавлення банків і створення недержавних банківських структур в особі комерційних банків. Спостерігається тенденція до значного обмеження прав, повноважень, функцій Центрального державного банку. З'являються перші ознаки конкуренції між комерційними банками.

В умовах ринкової економіки різні комерційні банки виплачують за вкладами різні відсотки. Тому вкладники самостійно вирішують, у який банк вигідніше вкласти гроші. Найчастіше вибір припадає на банк, який дає більший відсоток за депозитами (вкладами), однак одночасно слід ураховувати надійність, стабільність банку. У капіталістичній ринковій економіці стабільний твердий відсоток виплачують державні банки, але він дещо нижчий, ніж той, який виплачують комерційні банки. Таким чином, у своїй діяльності банки використовують як власний капітал, так і залучений у формі різних вкладів, що акумулюють вільні кошти підприємств і населення.

Умовою успішного і надійного функціонування кожного комерційного банку, як і банківської системи загалом, є не тільки підприємливість банків, а й політика регулювання і страхування з боку держави. В Україні законодавчо розмежовано відповідальність держави і банків, що виражено у принципах: “Банки не відповідають за зобов’язаннями держави, держава не відповідає за зобов’язаннями банків”, “Комерційні банки незалежні від державної влади у прийнятті ними рішень, пов’язаних з оперативною банківською діяльністю”. Однак здійснювати централізоване регулювання процесу створення і діяльності банків, запобігати краху банківської системи, контролювати кількість грошей і кредитувати, страхувати банківські депозити повинна держава.

Органом такого регулювання покликаний бути Центральний державний банк незалежно від типу економіки (ринкової чи неринкової), який у своїй діяльності повинен підпорядковуватися не уряду, а вищому законодавчому органу держави.

Центральний державний банк повинен *забезпечувати стабільність грошового обігу, сприяти здійсненню єдиної державної фінансово-*

*кредитної політики, регулювати діяльність комерційних банків, захищати інтереси кредиторів і вкладників.*

Одним із поширених способів регулювання діяльності комерційних банків і функціонування фінансово-кредитної системи є встановлення та зміна відсоткових ставок. Наприклад, при збільшенні встановлюваних Центральним банком відсотків за надання позичок відсоток за кредити, що їх надають клієнтам комерційні банки, також збільшується.

Утруднений комерційний кредит знижує масштаб інвестицій у підприємницькому секторі. Щоб одержати прибуток і сплатити відсотки за кредити, підприємці робитимуть інвестиції у високоприбуткові цінні папери.

Крім того, Центральний банк здатний регулювати господарську, підприємницьку діяльність, запроваджуючи обмеження на розмір відсоткових ставок за операціями комерційних банків у вигляді мінімальної і максимальної меж коливання ставок. Наприклад, щоб знизити активність банків за кредитними операціями з метою зменшення розмірів інвестицій, Центральний банк може встановити мінімальну відсоткову ставку на дуже високому рівні — 20 або 30 % річних. Тоді брати комерційний кредит для здійснення інвестицій буде доцільно тільки при невеликому терміні окупності, що не перевищує, наприклад, 5 років. Після закінчення цього терміну вкладення почнуть приносити підприємцю прибуток.

Інший спосіб регулювання дії комерційних банків полягає у встановленні норм обов'язкових резервів. За законом усі комерційні банки зобов'язані тримати частину своїх коштів у Центральному банку. Це робиться з метою страхування, спроможності та ліквідності вкладів. Розмір обов'язкових резервів встановлюється у відсотках до зобов'язань комерційних банків.

Центральний банк має право давати дозвіл на створення комерційних банків і може відмовити в їх відкритті, якщо цілі організації не відповідають інтересам економіки держави, в разі хисткого фінансового становища засновників або учасників, надання недостовірних відомостей.

Центральний банк має право ліцензувати операції, які здійснюють інші банки в іноземній валюті у країні і за кордоном, видавати дозвіл на залучення кредитів з-за кордону в межах ліміту зовнішньої заборгованості. Центральний банк веде книгу реєстрації банків.

З метою забезпечення фінансової стабільності комерційних банків і захисту інтересів їх кредиторів Центральний банк має право встановлювати економічні нормативи для комерційних банків.

Центральний банк може бути наділений правом встановлювати порядок або організаційні обмеження кредитування, здійснювати інші операції.

У сфері організації обігу грошових знаків Центральний банк має монопольне право випуску в обіг і вилучення з обігу грошових знаків. Він організовує виготовлення, перевезення та збереження грошових знаків, визначає порядок їх заміни і знищення.

### ***КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ***

1. Що таке фінанси та фінансові ресурси?
2. Які фінансові зв'язки існують в економіці?
3. Основні відмінності фінансових потоків за різних форм фінансових зв'язків.
4. Охарактеризуйте основні групи податків.
5. У чому полягає суть податкової системи?
6. Що таке кредит та кредитні ресурси?
7. За якими критеріями розподіляють бюджет?
8. Структура бюджетної системи України та її функціонування.
9. Перелічіть діючі банки та їх основні функції.



## **ПЕРСПЕКТИВИ ВІДРОДЖЕННЯ І РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ**

- 
- 
- Основні економічні передумови відродження фінансового ринку інвестицій.
  - Державний внутрішній борг і його роль у розвитку грошового та фінансового ринку.
  - Основні тенденції розвитку фінансового ринку в Україні.
  - Розвиток інституціональної структури фінансового ринку.
  - Організаційно-економічні умови розвитку ринку цінних паперів в Україні.
- 
- 

### **8.1. ОСНОВНІ ЕКОНОМІЧНІ ПЕРЕДУМОВИ ВІДРОДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙ**

У неринковій радянській економіці існував особливий механізм і фінансові інструменти формування й розподілу між галузями, регіонами, підприємствами капітальних вкладень на нове будівництво, реконструкцію, технічне переозброєння, відновлення устаткування, упровадження прогресивних технологічних процесів. В основу цього механізму було покладено принцип формування капітальних вкладень з двох основних джерел. Перше з них становили державні інвестиції, що виділялися із загальнодержавного, республіканського, місцевого бюджетів і утворювали одну з видаткових статей бюджету. Друге інвестиційне джерело становили фонди розвитку виробництва, науки і техніки підприємств, що

утворювалися з їх прибутку [1; 7; 9]. Конкретними інструментами формування капітальних вкладень були методи і способи планування проектних, будівельних, монтажних робіт і їх матеріально-технічне забезпечення. Однак цей механізм та інструменти виявилися недосконалими і малоефективними.

У сучасній ринковій економіці змінюється як механізм утворення джерел фінансування інвестиційних об'єктів, так і інструменти матеріалізації грошового капіталу. Основними джерелами інвестування стають банківські кредити, приватний капітал, кошти одних підприємств, вкладені в розвиток інших. Це можуть бути прямі позички, придбання акцій, вкладення коштів для участі у прибутку або інші джерела. У будь-якому разі істотно розширюються інвестиційні можливості підприємства або організації.

Зазначимо, що сучасні форми організації, регулювання і саморегуляції фінансового ринку характерні для високорозвиненої ринкової економіки. У цих умовах, незважаючи на різноманітність форм організації і діяльності інвестиційних структур у різних країнах, внаслідок розвитку інтеграційних процесів в економіці розвинених країн (насамперед західноєвропейських) намітилася тенденція до певної уніфікації загальних правил і процедур діяльності фондових бірж і позабіржових інститутів, поглиблюються контакти між органами державної влади з контролю за ринком цінних паперів і діяльністю інвестиційних інститутів різних країн. Усе це створює вагомі передумови для організаційного оформлення світового і регіональних ринків позичкових капіталів.

Щоб стати повноправним членом світового економічного співтовариства, повноправним учасником світового ринку позичкових капіталів, Україна має досягти сучасного рівня організації ринкових відносин. Однак на шляху до досягнення цієї мети лежить ряд проміжних етапів розвитку форм капіталу, які не можна обминути. Історичний досвід показує, що етапи розвитку (від державних цінних паперів до корпоративних, від паперів фінансового сектору до паперів нефінансового, від іменних паперів до паперів на подавця тощо) визначаються насамперед процесами нагромадження капіталу.

У розвинених країнах сучасний рівень розвитку фінансового ринку зумовлюється переважно рівнем нагромадження, розмірами суспільного багатства, добробутом нації.

Існує чітка залежність між рівнем прибутку і фінансовими інвестиціями: чим більший прибуток, тим більші інвестиції. Звідси випливає,

що процес нагромадження капіталу визначається пропорціями розподілу новоствореного продукту на придбання й інвестиції, тобто в остаточному підсумку залежить від норми нагромадження і проходить кілька стадій, що виражаються через еволюцію форм капіталу: від грошового — до позичкового, від позичкового — до фінансового. Відповідно до цього визначаються й фази розвитку фінансового ринку інвестицій.

Зі становленням позичкового капіталу виникають умови, коли частина акумульованих кредитною системою грошових капіталів не може знайти вигідного (не нижче середньої норми прибутку) продуктивного вкладення. У такому разі ці капітали мобілізуються державою за допомогою емісії державних цінних паперів. Так виникає початкова форма фінансового ринку — *ринок державних цінних паперів*, що водночас формує передумови для появи більш розвинених ринкових форм.

Найширші інвестиційні можливості мають підприємства фінансового сектору економіки. Це зумовлюється в основному впливом двох чинників: по-перше, вищою порівняно з багатьма підприємствами нефінансового сектору нормою прибутку за рахунок диверсифікації вкладень; по-друге, швидкою оборотністю позичкового капіталу. З розширенням інвестиційної пропозиції, упровадженням інновацій збільшуються нагромадження (інвестиції) у нефінансовому секторі. Так формується *риннок корпоративних паперів*, спочатку переважно у фінансовому секторі, а згодом у нефінансовому.

Отже, на шляху створення сучасного фінансового ринку Україна має пройти ряд проміжних етапів. Послідовність і швидкість досягнення проміжних цілей, тобто створення окремих секторів єдиного фінансового ринку, залежатимуть від швидкості зміни відносин власності й темпів розвитку капіталонагромадження.

Сталість і стабільний розвиток фінансового ринку, що зароджується в Україні, залежать насамперед від сталості грошового ринку, ефективного виконання національною валютою функції критерію вартості, коштів обігу і платежу, умов конвертованості гривні стосовно іноземних валют. Зазначена залежність фінансового ринку від грошового зумовлюється “родовими ознаками” фінансового ринку, що виник унаслідок еволюції грошового ринку. Тому стійка валюта є основою стабільного збалансованого розвитку фінансового ринку. У свою чергу, стійкість валюти визначається такими макроекономічними чинниками, як ступінь збалансованості економіки, темпи її розвитку, стан держбюджету і платіжного балансу країни, розмір нагромаджень і заощаджень для інвестування, грошово-кредитна і фінансова політика.

Нині українська економіка перебуває у критичному стані. Відповідно до оцінок експертів науково-дослідних інститутів природа економічного спаду, що охопив народне господарство, складна, комплексна. Такий спад має не тимчасовий, кон'юктурний, а структурний характер. Структурно-технологічна незбалансованість економіки проявляється в різноманітних формах: від ресурсної незбалансованості до щораз більшої невідповідності обсягу грошової маси і її товарного покриття. Незважаючи на різні форми прояву, загалом структурно-технологічна незбалансованість справляє пролонгований вплив на масштаби і характер кризового спаду, що набирає ознак довготривалої структурної кризи.

Індикатором глибини кризи є рівень інфляції, що характеризує стан грошового ринку і, отже, сукупного платіжного обороту.

Ескалація готівково-грошової емісії в 1992–1993 рр., що не супроводжувалась відповідним збільшенням товарної маси, і прогресування на цій основі знецінення українського карбованця унеможливили подальше зберігання фіксованих цін у державній торгівлі. Емісійне підвищення товарних цін у ринкових секторах економіки неминуче призвело до номінального збільшення державних витрат і часткового знецінення державних доходів, включаючи й таке джерело, як емісія; у результаті набув стійкої тенденції до розширення внутрішній державний борг. Щоб послабити, а в перспективі й усунути негативний вплив емісії на державний бюджет, уряд України змушений був лібералізувати ціни.

Практично цілковита відмова від державного регулювання цін, за винятком кількох життєво важливих товарних позицій, по суті означає перехід економіки до стану відкритої інфляції. Суть політики відкритої інфляції полягає в тому, що основним джерелом фінансування бюджетного дефіциту стає грошова емісія. Це призводить до зниження ролі таких дохідних джерел, як прямі й непрямі податки і надходження до бюджету від бюджетів нижчого рівня. При цьому державний контроль за цінами і доходами економічно активного населення істотно послаблюється. Основною регулятивною функцією держави в цих умовах стає періодичне підвищення номінального рівня фіксованих доходів до розміру мінімального споживчого бюджету. Застосовуючи зазначений комплекс заходів, уряд намагається запустити ринкові механізми для виправлення диспропорцій на інвестиційних ринках і ринку праці.

Комплекс заходів, спрямованих на лібералізацію, передбачає вивільнення цін у державній торгівлі з одночасним запровадженням їх нижнього (граничного) значення, зняття численних заборон у зовнішньоеконо-

мічній, зокрема посередницькій, діяльності. Захисні заходи передбачають підвищення заробітної плати працівників, які перебувають на бюджетному фінансуванні, запровадження мінімального рівня оплати праці та пенсій, індексацію грошових доходів та заощаджень громадян. Слід зазначити істотний розрив між рівнем компенсаційних витрат держави і підвищенням цін на споживчі товари: наприклад, доходи населення у вересні 1993 р. збільшилися порівняно із серпнем того ж року втричі, а ціни на споживчому ринку — в середньому в 6 разів. Підтримування фіксованого розриву в рівнях приросту доходів і цін є необхідною умовою для приведення у відповідність товарної і грошової маси, поступової стабілізації гривні, зниження на цій основі рівня інфляції.

Водночас ефективність політики відкритої інфляції значною мірою визначається глибиною і характером диспропорцій у народному господарстві України, що впливають на темпи знецінення грошей. Насамперед продовжують діяти макроекономічні чинники, що підривають стабільність гривні: по-перше, триває вплив за кордон різними каналами валютних резервів України, по-друге, збільшується розбалансованість платіжного балансу, внаслідок чого поточні платежі за зовнішніми позиками і кредитами здійснюються за рахунок залучення нових позик і кредитів.

Відбиваючи структурні перекоси в економіці, інфляція проявляється також з боку товарної пропозиції, що за багатьма позиціями абсолютно зменшується за рахунок зниження виробництва.

Перехід до політики відкритої інфляції, безсумнівно, посилює інфляційний вплив чинників, що діють у сфері виробництва й обміну, призводить до переростання галопуючої інфляції в гіперінфляцію. В умовах подальшої лібералізації доходів це, по суті, означає настання третьої стадії інфляційного процесу, коли темпи знецінення грошей починають перевищувати темпи грошової емісії. У цих умовах потреба у грошах зростає швидше, ніж вони з'являються в обігу; неминуче настає криза платіжного обороту. Як замітники законних платіжних коштів дедалі ширше починають використовуватись різні сурогати, переважно платіжні зобов'язання комерційних банків, розрахункові чеки і талони підприємств аж до натуралізації заробітної плати.

Розглянуті окремі ознаки кризи платіжного обороту як одного з основних показників стану грошового ринку свідчать про настання такої стадії інфляційного процесу, коли гроші знецінюються швидше, ніж надходять в обіг.

Визначальною *характеристикою стратегії ринкової поведінки* є співвідношення між споживанням та інвестиціями. У класичній ринковій економіці чітко простежується взаємозв'язок: високі темпи інфляції знижують стимули до нагромадження та інвестування. Ця загальноекономічна тенденція виявляється і в Україні, тобто у процесі розподілу доходів зменшується частка інвестицій і збільшується частка споживання. Однак ця загальноекономічна тенденція істотно модифікується в різних секторах ринку залежно від розміру нагромаджень різними економічними суб'єктами.

Так, на споживчому ринку залежно від платоспроможного попиту населення можна виокремити такі *типові стратегії поведінки*. Перша, найчисленніша група споживачів практично не має заощаджень, а поточні грошові доходи спрямовує переважно на придбання продовольства. Друга група населення, яка має невеликі заощадження, побоюючись зростання інфляції, інтенсивно спрямовує власні грошові заощадження у споживчі інвестиції, інвестиції у вільно конвертовану валюту (ВКВ) і валютні цінності, інвестиції в реальні активи (фінансовий капітал). Третя група населення, яка має великі заощадження, інвестує їх, як правило, у нерухомість, автомобілі, валюту і валютні цінності, складну побутову техніку, а також здійснює виробничі інвестиції через придбання у приватну власність підприємств, в основному сфери обслуговування, торгівлі, та фінансові інвестиції за допомогою купівлі акцій та облігацій.

Таким чином, фізичні особи, які мають великі заощадження, утворюють клас підприємців і фінансових інвесторів. Вони переорієнтовують операції зі споживчого ринку на інвестиційний. Саме вони мають ту необхідну критичну масу заощаджень (частку нагромадження у складі доходу), яка дає можливість переключити платоспроможний попит із споживання на інвестиції.

Поряд із формуванням класу підприємців, які здійснюють зараз процес первісного нагромадження і стануть у перспективі групою найактивніших фінансових інвесторів, існує також досить численна група “змушених” заощаджувачів — виразників налагодженого споживчого попиту. Про це свідчить коефіцієнт схильності до заощадження (ощадна квота), який, наприклад, у 1990 р. становив 12 %, удвічі перевищуючи відповідний коефіцієнт у США. Тому цю частину заощаджень можна вважати потенційними інвестиціями.

Можна припустити, що в умовах наростання кризи грошового ринку “змушені” заощадження у формі коштів на рахунках Ощадбанку через загрозу їх повного знецінення треба буде інвестувати, насамперед у спо-

живчі товари, особливо тривалого користування, і нерухомість, переважно в межах приватизації житла. Водночас практика показує, що у зв'язку з багаторазовим збільшенням цін на такі товари можливості вкладення основної маси особистих заощаджень у споживчі товари і житло багато в чому вичерпані. Причому, як правило, розрахунки за ці товари здійснюються у ВКВ. Тим самим заощадження у гривнях практично відтинаються від споживчих інвестицій. У цій ситуації заощаджувачі з метою збереження власних заощаджень змушені будуть переорієнтовуватися на фінансові інвестиції.

Соціально-економічна база фінансового ринку, що формується в Україні, недостатньо широка. Можна визначити дві основні, на наш погляд, стратегії потенційних інвесторів на фінансовому ринку. Так, приватні підприємці орієнтуватимуться переважно на приріст капіталу і закріплення у зв'язку з цим за собою якомога щонайширшого набору (зумовленого межами заощаджень) прав власності на реальні фінансові активи. Великі приватні підприємці прагнутимуть купити контрольні пакети акцій. “Змушені” заощаджувачі керуватимуться потребою зберегти (застрахувати) заощадження від знецінення й одержати право на регулярний прибуток.

Інвестиційні можливості підприємств або інституціональних інвесторів також визначаються кризовим станом грошового ринку, тому що це змінює пропорцію між споживанням і нагромадженням у прибутку підприємства. Закономірно збільшуються частка споживання і поточні витрати на обслуговування платіжного обороту, що пов'язано з розвитком інфляції попиту і витрат. Витрати на інвестиційні цілі зменшуються. Цей процес характерний для підприємств будь-якої форми власності [30; 36; 38; 53; 54; 57].

Ретроспективний аналіз показує, що внаслідок штучно створеного законодавчими актами розриву в умовах господарювання державних і недержавних структур з 1988 р. почалося активне переливання капіталів у сферу так званої альтернативної економіки [29]. Причому вкладення в колективні та приватні підприємства здійснювалися в будь-якій формі — грошовій, матеріальній, трудовій, прав на будь-які цінності. Цей інвестиційний процес можна охарактеризувати як своєрідне “первісне нагромадження” економічних структур нового капіталістичного типу. Інвестиційна діяльність здійснювалася в основному в такому напрямі [39]: інвестиції підприємств — створення капітального майна кооперативів, малих, спільних структур — формування нагромаджень приватних осіб.

По суті, були перервані кругообіги інвестицій, що забезпечували розширене відтворення в державному і кооперативному секторах. Це, на наш погляд, украй небезпечний для економіки України напрям. Небезпека його полягає насамперед у пролонгованому характері впливу на відтворення. З поглибленням інфляції і скороченням інвестицій у відтворення зростає недовироблення товарів, що переростає у глибокий економічний спад виробництва.

Найглибший спад виробництва переживають колишні державні підприємства. Він зумовлений впливом ряду чинників структурного характеру. По-перше, державні підприємства були монополістами у сфері виробництва певного товару. З розпадом єдиного економічного простору СРСР розпалася й база постачання цих підприємств необхідними ресурсами. Це призвело до скорочення або навіть до припинення виробництва конкретного, монополізованого товару, нестача якого, у свою чергу, вплинула на стан виробництва інших підприємств, що входили в єдиний технологічний ланцюжок. А оскільки державні підприємства-монополісти становили структурну основу радянської економіки, то й спад став глобальним, загальноекономічним, торкнувся всіх галузей і сфер економіки.

По-друге, структурна перебудова галузей, що спеціалізувалися переважно на виробництві інвестиційних товарів, тобто товарів, призначених для виробничого споживання, може розтягнутися на довгий час. Це зумовлюється великими витратами на заміну або ремонт украй зношеного устаткування, на забезпечення регулярного надходження сировини, матеріалів, енергоносіїв, на реорганізацію.

Загальний рівень зазначених витрат, що збільшуються з розвитком інфляційних процесів, не дає можливості підприємцям, які здійснюють інвестиції в зазначені галузі, одержувати середню норму прибутку. Отже, інвестиції в такі галузі (за винятком фінансової підтримки держави) не робитимуться. Оскільки через інфляцію реальні доходи України зменшуються, то найближчим часом малоімовірним видається масоване бюджетне інвестування в такі життєзабезпечуючі галузі, як енергетика, важке машинобудування, транспорт, видобувні галузі, а також фундаментальні науки. Це, безперечно, спричинить довгострокову кризу галузей, що обслуговують споживання: зокрема, легкої та харчової промисловості, сільського та комунального господарства, охорони здоров'я.

По-третє, зазначені процеси спаду в державній економіці багато в чому зумовлені її внутрішньою "корозією" через неконтрольований роз-



виток ринкових ланок, що переключили на себе основні інвестиційні потоки, неминуче зачепили й “кооперативну”, ринкову складову державних підприємств. Оскільки малі, кооперативні, орендні та інші підприємства, створені при державних підприємствах, використовують таке саме устаткування, приміщення, сировину, матеріали, працю, що й державні підприємства, то, відповідно, інвестиції у структурну перебудову, незважаючи на форсоване підвищення цін на продукцію, призведуть до зниження норми прибутку, що й так дедалі швидше “з’їдається” інфляцією. Тому інвестиційна стратегія малих та інших підприємств залишиться пасивною, тобто основним інвестиційним каналом, як і раніше, будуть надходження ресурсів з “державних ланок”, а валовий дохід піде переважно на споживання. Частина цих коштів є, по суті, потенційними інвестиціями.

Серед *стратегій фінансового інвестування* в нефінансовому секторі можна виокремити такі:

1. Насамперед традиційну — політика створення малих та інших підприємств однією або кількома приватними особами. Такі підприємства використовують найману працю на основі договірних відносин. Нагромадження (капітал) цих підприємств є, по суті, нагромадженням приватних осіб-засновників.
2. Крім того, починається процес легалізації відносин приватної і групової власності на колишніх державних підприємствах через їх викуп або придбання в них частин, паїв, акцій (як правило, контрольного пакета).
3. Становлення фінансового ринку відбувається за рахунок не тільки створення малих підприємств і кооперативів, а й акціонування великих підприємств. Акції торговельно-промислових та інших підприємств нефінансового сектору є формою вираження фінансового капіталу, найвищим ступенем розвитку дійсного капіталу. Тому послідовне здійснення приватизації та акціонування підприємств нефінансового сектору стане основою для формування фінансового ринку.

Поряд із згаданими учасниками фінансового ринку — резидентами у найближчому майбутньому вагому роль на українському фінансовому ринку відіграватимуть нерезиденти, які представляють іноземний капітал.

Незважаючи на пільгове законодавство про іноземні інвестиції іноземні інвестори поки що не здійснюють вкладень у фінансову сферу.

На нашу думку, це пов'язано насамперед з негативними тенденціями на фінансовому ринку, ескалацією засновництва, що породжує вторинні фінансові структури, які не мають реальної опори у процесі відтворення дійсного капіталу. Таке розбухання спекулятивної оболонки фінансового ринку в умовах спаду виробництва і кризи грошової системи зупиняє іноземних інвесторів, вони побоюються втратити свої вкладення в результаті краху спекулятивних структур.

Іноземний капітал на українському ринку займає вичікувальну позицію. Вкладення у фінансовий сектор практично не здійснюються, немає прикладів створення акціонерних товариств відкритого типу в нефінансовому секторі.

Нині представниками інвестиційної пропозиції (позичальниками капіталу) є підприємства (бізнес) і держава. Інвестиційні потреби бізнесу дедалі більшою мірою задовольняються за рахунок емісії акцій у процесі акціонування великих підприємств, внесення частин (або паїв) у процесі створення товариств з обмеженою відповідальністю. Основним джерелом зовнішнього фінансування є випуск акцій або короткострокових боргових зобов'язань. Довгостроковий банківський кредит перестав існувати в результаті прогресуючої інфляції. Внаслідок знецінення реальних доходів держави і збільшення банкотної емісії різко скоротилися бюджетні асигнування. Таким чином, виживання багатьох галузей прямо визначається швидкістю розвитку фінансового ринку. Нерегульований розвиток фінансового ринку, “дика” приватизація призводять до нерівномірного припливу інвестицій у галузі народного господарства. Перенасичена інвестиціями сфера оптової торгівлі, вкладення в яку дають найвищу норму прибутку на основі роздування цін на споживчі та інвестиційні товари. Лібералізація цін у масштабі всього народного господарства дасть можливість усунути цінові перекоси, що спричинить зниження норми прибутку і закриття багатьох товарних бірж. Тим часом гострий брак інвестицій відчувають великі підприємства видобувної, заготівельної та обробних галузей промисловості. Криза цих структуроутворюючих галузей спричинить тривалий загальноекономічний спад, позначиться на стані всього народного господарства. Тому одночасно з державною фінансовою підтримкою цих галузей конче потрібно послідовно і якомога швидше здійснити приватизацію.

Розглядаючи процес становлення фінансового ринку в цілому, зазначимо, що основні параметри його розвитку багато в чому визначаються процесами, що відбуваються на грошовому ринку. Галопуюча інфляція

надає нестійкого характеру фінансовому ринку. Основою ринку стає спекулятивна складова. Порівнюючи етапи розвитку фінансового ринку у країнах з класичною ринковою економікою і становлення фінансового ринку в Україні, доходимо висновку про глибокі відмінності в цих процесах.

Відмінності у становленні фінансового ринку зумовлюються насамперед різними типами грошових систем, які справляють стабілізуючий або дестабілізуючий вплив на фінансовий ринок. Так, у країнах з класичною ринковою економікою фінансовий ринок формувався в умовах досить стійких грошових систем, заснованих на розмінних на золото кредитних грошах. Розмін припинявся тільки у воєнний час, і тоді ринок наводнювався паперовими грошима, що емітувалися казначейством. Тут чітко простежується закономірність: що стійкіша грошова система, то стабільніший фінансовий ринок. А отже, виникає міцна база розвитку фінансового ринку на основі динамічних, взаємозалежних кругообігів дійсного і позичкового капіталів.

Сучасний український фінансовий ринок формується в умовах грошової системи, заснованої на нерозмінних кредитних грошах. Мало того, він створюється під впливом інфляції, що посилюється і переростає в гіперінфляцію. Як наслідок, знецінюються заощадження, підривається соціально-економічна база формування фінансового ринку, основна маса населення не має можливості брати участі в операціях на фінансовому ринку. Скорочуються також інвестиційні можливості вітчизняного бізнесу: більшість підприємств переключається у своїх операціях на грошовий ринок з метою підтримання безперервності платіжного обороту та виживання; інвестиційні проекти відкладаються. Практично формується портфель цінних паперів як резерв ліквідності, що забезпечує оперативний зв'язок з фінансовим ринком.

В умовах руйнації адміністративно-командної системи відбувається стихійне формування первісних заощаджень. Цей процес відбувається переважно через самозахоплення колишньої державної власності, інвестування в “альтернативну” економіку. Усе це надає специфічних рис розвитку сучасного процесу капіталонагромадження, серед яких можна виокремити такі:

- перетворення держави на чистого позичальника за рахунок різкого зменшення вартості державного майна в матеріальній і грошовій формі, зниження реальних доходів держбюджету, знецінення нагромаджень внаслідок інтенсивної емісійної діяльності;

- швидке збільшення спекулятивних нагромаджень у приватнопідприємницькому секторі, особливо у великому приватному підприємстві в особі чиновників, управлінської верхівки колишніх державних підприємств, представників “альтернативного” сектору;
- поглиблення диференціації доходів, зубожіння широких верств населення.

Динаміка зазначених процесів у сфері капіталонагромадження може призвести до соціального вибуху, різко деформувати фінансовий ринок, що ставить під сумнів сталість багатьох спекулятивних нагромаджень.

Уже зараз зрозуміло, що фінансовий ринок не має надійного економічного фундаменту розвитку у сфері руху як позичкового, так і дійсного капіталу. Розвиток його має переважно спекулятивний характер на основі форсування засновництва. Тим самим рух фінансового капіталу відривається від руху дійсного капіталу. Мало того, спостерігаються протилежні тенденції на фінансовому ринку і ринках реальних інвестиційних товарів: фінансовий капітал розширюється, а дійсний зменшується внаслідок дальшого спаду виробництва. Розбіжність тенденцій розвитку фінансового і дійсного капіталів зумовлює неминучий крах нинішнього фінансового псевдоринку. З метою його стабілізації держава має цілеспрямовано регулювати економічні процеси. Необхідно також розвивати механізми саморегулювання фондових бірж, інших інститутів фінансового ринку.

Основні напрями регулювання фінансового ринку визначимо під час дослідження процесів, що відбуваються на первинних і вторинних фінансових ринках.

## **8.2. ДЕРЖАВНИЙ ВНУТРІШНІЙ БОРГ І ЙОГО РОЛЬ У РОЗВИТКУ ГРОШОВОГО ТА ФІНАНСОВОГО РИНКУ**

До державного внутрішнього боргу звичайно зараховують боргові зобов'язання уряду, органів державної влади, муніципалітетів, а також боргові зобов'язання з безумовною державною гарантією. Такі зобов'язання приносять їх власникам певний, як правило фіксований, прибуток.

У розвинених країнах велика частина боргових зобов'язань держави (60–70 %) може вільно обертатися на відкритому ринку. Це так звана ринкова складова внутрішнього державного боргу. Таким чином, боргові

зобов'язання водночас із спроможністю приносити фіксований прибуток можуть також обертатися на вторинних ринках. Завдяки цьому такі зобов'язання держави набирають форми цінних паперів. Боргові зобов'язання держави, що обертаються на ринках, утворюють сукупність *державних цінних паперів*.

Існують і неринкові боргові інструменти, що емітуються державою для залучення коштів дрібних індивідуальних інвесторів (населення) і спеціальних фінансових установ. Кошти населення мобілізуються державою через систему заощаджень — у формі вкладів в ощадні установи, а також цінних паперів (ощадних сертифікатів, дохідних і депозитних ощадних бон тощо). Через емісію неринкових боргових зобов'язань у національному масштабі акумулюються дрібні заощадження, що утворюють найстабільніший і найбільший кредитний ресурс держави.

Ринкові боргові зобов'язання держави вільно продаються і купуються. За строками погашення ринкові інструменти (державні позики) поділяються на поточні, коротко-, середньо-, довгострокові та безстрокові. Для залучення коштів у межах одного року в більшості країн використовують казначейські векселі.

Структура державного боргу цінних паперів з різними властивостями і строками погашення утворюється в результаті поєднання інтересів держави-емітента та інвесторів — покупців цих паперів. Основна мета держави — забезпечити стабільне джерело фінансування державного бюджету в частині витрат, що перевищують податкові та неподаткові надходження, за умови зберігання сталості грошового обігу. Інтерес інвесторів полягає в надійному і ліквідному розміщенні капіталу, а також в одержанні гарантованого відсоткового прибутку. Звідси випливає, що зміна структури позик веде до зміни співвідношення інтересів держави і її кредиторів. А це, у свою чергу, збільшує або зменшує приплив коштів для потреб держави. Отже, з'являється можливість використовувати механізм державного боргу як важіль економічного регулювання.

Природно, що уряд в особі його фінансових органів (Міністерство фінансів) заінтересований у досягненні короткострокової фіскальної мети, тобто в поповненні державного бюджету. Цей фіскальний орієнтир в окремих випадках може провокувати державу (уряд) на форсування емісії боргових зобов'язань, що часто призводить до надмірного “розбухання” грошової маси (інфляції). Отже, потрібний стримуючий чинник — противага фіскальним прагненням уряду. Роль такої противаги в ринковій економіці відіграє Центральний банк, що коригує короткострокову мету уряду відповідно до довгострокової мети стабілізації цін,

плавного збільшення грошової маси. Таке коригування здійснюється за допомогою виконання Центральним банком функції агента уряду з розміщення боргових зобов'язань та обслуговування державного боргу. Обслуговування полягає в закупівлі та подальшому розміщенні короткострокових боргових зобов'язань — казначейських векселів. Тим самим Центральний банк є головним кредитором уряду в мобілізації ресурсів на виплату відсотків за довгостроковими позиками, компенсацію флотаційних витрат на випуск нових позик, на покриття тимчасових розривів між витратами і прибутками державного бюджету тощо. Постійна, тобто довгострокова, частина державної заборгованості регулюється урядом через погашення старих і випуск нових позик, конверсію позик тощо.

Державному регулюванню підлягають не тільки реальна дохідна база бюджету і частина податків та неподаткових надходжень, а й структура витрат, що фінансуються через емісію боргових зобов'язань. З огляду на це розрізняють активний і пасивний дефіцит державного бюджету. *Активний дефіцит*, і відповідно активна політика бюджетного дефіциту, передбачає використання коштів, що перебувають в обігу, понад наявні реальні джерела доходів у зв'язку з підвищенням граничних суспільно необхідних витрат. При цьому акумульовані в бюджеті позикові кошти спрямовуються насамперед у комерційну сферу з метою прискорення обороту капіталу, стимулювання розвитку підприємництва, підвищення темпів збільшення національного доходу. Найчастіше ці кошти набирають форми бюджетних (казначейських) позичок. Тим самим, використовуючи закон зростання вартості, уряд цілеспрямовано регулює соціально-економічний розвиток країни.

*Пасивний бюджетний дефіцит* формується під впливом інфляційних процесів у зв'язку з потребою підтримання стабільного функціонування соціальної сфери. Причому виникає чітка закономірність: що вищі темпи інфляції, то швидше збільшується державний борг, а грошова емісія стає основним джерелом покриття витрат бюджету. В умовах нестримної інфляції збільшення боргу стає, по суті, нерегульованим. Водночас слід ураховувати, що сучасні грошові системи ґрунтуються на нерозмінних кредитних грошах і, отже, як необхідний компонент містять елемент інфляції. Звідси випливає, що пасивний бюджетний дефіцит також є об'єктом регулювання в межах активної політики, яка передбачає залучення певної частини грошової маси, що перебуває в обігу, для фінансування інвестиційних і соціальних програм.

Практика регулювання бюджетного дефіциту в розвинених країнах виробила оптимальні структурні співвідношення між реальними доходами

і бюджетним дефіцитом, між активною і пасивною формами дефіциту. Так, пасивний бюджетний дефіцит рекомендується обмежувати п'ятьма відсотками. Загальний оптимальний розмір бюджетного дефіциту визначається особливостями національної економіки. Наприклад, наприкінці 80-х років бюджетний дефіцит у Франції становив 9,6 %, у США — 11,6, у ФРН — 14, в Японії — 15,6, у Бельгії — 25,1, в Італії — 25,2, у Греції — 31,2 % [33].

Таким чином, змінюючи співвідношення між податковими та іншими реальними надходженнями до бюджету і розміром державного боргу, держава регулює ділову активність у країні.

Центральний банк, купуючи казначейські векселі, забезпечує швидку мобілізацію ресурсів для невідкладних державних інвестицій та інших витрат. Крім того, як посередник між державою і її остаточними кредиторами Центральний банк регулює обсяг грошової маси в обігу. З цією метою Центральний банк продає казначейські векселі за нижчою ціною (порівняно з ринковою), а купує за вищою. Відбувається оперативне розширення або звуження портфеля векселів, що належать Центральному банку, за рахунок зменшення або збільшення ліквідності (вільних кредитних ресурсів) інших кредиторів, в основному комерційних та інвестиційних банків. Зміна ліквідності негайно фіксується в новому значенні депозитного відсотка, динаміка якого визначається динамікою відсоткових ставок (дисконту) за казначейськими векселями. Так за допомогою державного кредиту регулюються банківський кредит і грошова система в цілому.

Отже, доходимо висновку: у країні *державний борг виконує роль регулятора економіки*. По-перше, з його допомогою стимулюється ділова активність у країні. По-друге, короткострокові папери боргу є ефективним засобом оперативного регулювання кредитної політики комерційних банків і на цій основі — загального обсягу грошової маси (у складі всіх її агрегатів). По-третє, папери державного боргу (державний кредит) дають певну оцінку ефективності використання позичкових коштів. По-четверте, державні цінні папери — найнадійніше розміщення капіталу для інвесторів, оскільки вони забезпечуються сукупними державними активами.

Регулюючи можливості державних цінних паперів можна використовувати тільки за умови цивілізованих відносин державного боргу, що передбачає відсутність прямого кредитування бюджетного дефіциту з боку Центрального банку, оформлення боргових відносин за допомогою емісії цінних паперів, ведення обліку операцій щодо боргу, публікацію

звітності про склад і структуру боргу в економічних виданнях тощо. Практика фінансування боргу в Україні не відповідає цим умовам.

Державний борг СРСР мав в основному прихований характер, фінансувався за рахунок кредитів Держбанку, тобто переважно за допомогою кредитної емісії і використання змушених заощаджень населення та підприємств. Україна повністю успадкувала цей механізм і змінити його дуже важко. Проте саме в перебудові відносин державного боргу автори вбачають вирішення центральної проблеми оздоровлення як грошового, так і фінансового ринку. Це зумовлюється унікальною роллю державного кредиту в системі економічних відносин, який визначає основні параметри функціонування ринку грошей і ринку капіталів. Інакше кажучи, у відносинах державного кредиту відбивається єдність грошового і фінансового ринків.

Отже, механізм формування боргу в неринковій економіці ґрунтувався на безповоротному кредитуванні Держбанку, масштаби якого постійно збільшувалися; на системі змушених нагромаджень, що означало приховане відволікання коштів населення і підприємств на покриття бюджетних витрат; на збільшенні державної власності, утвореної внаслідок використання змушених нагромаджень. Такий механізм формування державного боргу виник у межах адміністративно-командної системи як наслідок монополізму держави у фінансовій і грошово-кредитній сферах.

Необхідність безперервного фінансування держбюджетних об'єктів в умовах галопуючої інфляції зумовлює наростання безповоротного боргу держави, збільшення в платіжному обороті зайвих грошей. Таким чином, збільшення грошової маси визначається не потребами господарського обороту, а фіскальними цілями держави. Маса грошей у нагромадженнях і заощадженнях, що приховано використані державою на покриття її витрат, і поточні доходи суб'єктів економічної діяльності разом утворюють платоспроможний попит, що не може бути цілком задоволений ні на споживчих, ні на інвестиційних ринках. Ці кошти вже частково витрачені державою, вони матеріалізувалися в державній власності. Однак це не веде до зменшення платоспроможного попиту, оскільки збережено номінальний статус власників коштів. З розширенням масштабів прихованого залучення нагромаджень населення і підприємств на покриття державних витрат каналами кредитної системи (використання бюджетом позичкового фонду), а також прямого кредитування бюджетних витрат за допомогою кредитної емісії відбувається прогресуюче знецінення грошової маси.



Безупинне знецінення нагромаджень означає, що відсутня гарантія кредитної системи щодо зберігання цінності (товарності) грошей у вкладках. Одноразові компенсації втрат проблеми не вирішують, бо не усуваються причини знецінення. Борг кредитної системи населенню і підприємствам й далі знецінюється. Звідси випливає, що кредитна система як сукупність комерційних банків не спроможна повернути вкладникам (населенню і підприємствам) мобілізовані в них кошти, тобто фактично кредитна система є банкрутом стосовно своїх вкладників.

Прогресуюче знецінення грошей також означає, що Центральний банк як кредитор держави оперує неповноцінними кредитними ресурсами. Причому їх якість постійно погіршується. По суті, ці ресурси мають характер позірних грошей, оскільки емітуються виходячи з потреби фінансування державного боргу, а не з потреб господарського обороту. Отже, держава не спроможна повернути Держбанку повноцінні кошти, узяті нею в борг, навпаки, заборгованість погашається ще більш неповноцінними грошима. Це ставить державу у становище банкрута стосовно Центрального банку.

Рекапіталізація банків в Україні здійснювалася через поширену практику видачі централізованих кредитів Національним банком України. По суті, комерційні банки, що мали кореспондентські рахунки в Центральному банку, кредитувалися в необмежених обсягах; відбувалося інтенсивне підживлення капіталів комерційних банків за рахунок безготівкової емісії Центрального банку.

Слід зазначити, що на рахунках Центрального банку по лінії зовнішньої заборгованості зафіксовано великі збитки. Ці збитки істотно зростали через обвальну девальвацію карбованця. Втрати від девальвації також фінансуються за рахунок централізованих грошових фондів держави.

Отже, у системі “державний бюджет — банки” постійно наростає взаємна заборгованість державного бюджету (державний борг) і кредитної системи. Причому що більше навантаження лягало на державний бюджет у зв’язку зі списанням безнадійних кредитів, то більші потрібні були підживлення дохідної бази бюджету за рахунок нових емісій, внаслідок чого посилювалася інфляція.

У СРСР розглянуті процеси тривалий час мали прихований характер. У 1985–1990 рр. ситуація різко загострилася, що виявилось в безпрецедентному прирості обсягу внутрішнього державного боргу (табл. 4).

Як бачимо, внутрішній державний борг СРСР за 5 років збільшився втричі. На початок 1991 р. він перевищував 580 млрд крб. [22].

**Внутрішній державний борг СРСР (1985–1990 рр.)**

Рік	1985	1988	1989	1990
Внутрішній державний борг: млрд крб.	141,6	311,8	398,6	Понад 500
відсоток валового національного продукту	18,2	35,6	43,1	54,7

Основним чинником збільшення внутрішнього боргу є збільшення обсягів коштів, що залучаються з позичкового фонду держави для покриття дефіциту бюджету. Велика частина державного боргу виникає за рахунок заощаджень населення, тобто за рахунок поглиблення диспропорції між грошовою масою і її товарним покриттям. Це пов'язано з тим, що потреби в бюджетному фінансуванні постійно підвищуються, у тому числі й унаслідок інфляції, а реальні надходження до держбюджету зменшуються. Зменшуються також можливості прихованого залучення коштів підприємств на покриття бюджетних витрат у складі позичкового фонду. Єдиним централізованим кредитним ресурсом залишаються заощадження населення, акумульовані Ощадбанком.

Лібералізація цін, різке посилення податкового пресу мають сприяти розширенню реальної дохідної бази бюджету України. Водночас зменшаться змушені нагромадження, почнеться відволікання грошей із вкладів і депозитів в обіг. Очікується, що завдяки цьому зрівноважаться грошова і товарна маси.

Оскільки 1992 р. в Україні характеризувався великим бюджетним дефіцитом, то першочерговими завданнями уряду стали фінансова стабілізація, різке зменшення дефіциту через щонайжорсткішу економію бюджетних витрат. Передбачалося скоротити у 3–4 рази оборонні витрати, централізовані виробничі інвестиції та дотації, значно зменшити кредити. Основними джерелами поповнення бюджету України стали податок на додану вартість і на прибуток, а також експортні мита.

Проте діючі ставки оподаткування прибутку і доданої вартості були такими великими, що дестимулювали розвиток виробництва, зумовили подальше зменшення його обсягів.

Проаналізуємо загальноекономічний вплив масового зростання потреби у грошах для обслуговування операцій на споживчому та інвестиційному ринках. На інвестиційних ринках стрибок цін на товари виробничого призначення сприятиме моментальному загальному розширенню

безготівкової грошової маси, що відіграє роль облікових грошей при обслуговуванні бартерних угод. На фінансовому становищі підприємств, що мають великі запаси товарно-матеріальних цінностей для обміну, стрибок цін практично не позначиться, оскільки збільшення витрат компенсуватиметься надходженнями від обмінних операцій. По суті, при бартерному обміні реально рухаються по рахунках тільки кошти, що обслуговують сальдо заборгованості. У гіршому становищі опиняються підприємства, що зовсім не мають запасів або мають незначні товарні запаси. Їм доведеться вишукувати для обороту чималі грошові суми. У цілому потреба у грошах у сфері оптової торгівлі істотно підвищиться.

Ще більшою буде потреба в готівці для обслуговування платіжного обороту. Група “змушених” заощаджувачів як виразників налагодженого платоспроможного попиту почне швидко зменшуватися. На відміну від безготівкових ресурсів, які циркулюють у сфері оптової торгівлі, заощадження населення, акумульовані на рахунках Ощадбанку та інших комерційних банків, переходячи в готівковий грошовий обіг, залишатимуть канали кредитної системи. Потім ці ресурси повертатимуться у формі ви торгу торгових підприємств. Однак потрібно зазначити, що державі повертатиметься тільки частина готівки. Із загостренням кризи готівки дедалі більша частина готівкових коштів осідатиме в касах підприємств (особливо альтернативного сектору економіки) і в руках населення. Тим самим готівково-грошовий обіг ще більше сповільниться, а потреба в додатковій емісії підвищиться. Підтвердженням цього, зокрема, стала зміна купюрної структури готівково-грошової маси, поява в обігу купюр вартістю 20000, 50000, 100000, 200000 грн.

Масове, стрибкоподібне зростання потреби в готівкових і безготівкових коштах для обслуговування платіжного обороту насамперед позначиться на становищі кредитної системи, а також може підірвати ліквідність комерційних банків. Пік попиту на грошові вклади в Ощадбанку уряд намагається згладити заморожуванням на рахунках частини заробітної плати, що перевищує встановлений мінімум, запроваджуючи розрахункові чеки. Тим самим уряд вирішує й інше питання — різко обмежує платоспроможний попит на момент лібералізації цін. Цього можна досягти форсованим підвищенням цін і штучним обмеженням попиту завдяки заморожуванню готівкових виплат з рахунків. Застосуванням такого своєрідного варіанта політики прибутків передбачається привести у рівновагу грошову і товарну маси, стабілізувати державний бюджет і борг.

Зазначена політика передбачає такі основні заходи:

- запровадження вільного ціноутворення на всі товари та послуги з одночасною лібералізацією імпортного режиму для створення умов конкуренції на внутрішньому ринку;
- оголошення тимчасового мораторію на підвищення заробітної плати та всіх прибутків населення з метою заморожування платоспроможного попиту або запровадження регресивної індексації особистих доходів;
- припинення або обмеження мінімальними потребами грошової емісії через скорочення бюджетних витрат, що фінансуються за рахунок емісії;
- запровадження внутрішньої конвертованості національної валюти (девальвація валюти).

Здійснення цього комплексу заходів може сприяти швидкій фінансовій стабілізації економіки. Однак негативним наслідком застосування цієї програми є різке зменшення реальних доходів економічних суб'єктів і застій або спад виробництва інвестиційних і споживчих товарів. Відсутність ресурсів у більшості потенційних учасників ринку блокує інвестиції. Таким чином, перебудова попиту без відповідної перебудови пропозиції (ринків інвестиційних і споживчих товарів, ринку праці) призводить до ще більших структурних дисбалансів у народному господарстві, не сприяє створенню конкурентоспроможної ринкової економіки.

Закріпити момент тимчасової рівноваги грошової і товарної мас, якого можна досягти вже на першому етапі лібералізації цін, зафіксувати поточний розмір державного боргу і межі його зміни, на думку фахівців, можливо тільки одночасним здійсненням двох програм, двох напрямів оздоровлення економіки: програми приватизації з використанням системи приватизаційних рахунків і здійснюваної в межах програми фінансової стабілізації та легалізації державного боргу за допомогою оформлення його поточної частини у вигляді облігаційних позик. Причому обслуговування цих нових позик у частині виплати відсотків має відбуватися не за рахунок бюджетних витрат, а за рахунок випуску казначейських векселів, що утворюють резерв ліквідності Центрального банку України. Це дасть можливість банку контролювати динаміку державного боргу, а також управляти ним за допомогою операцій з векселями.

### **8.3. ОСНОВНІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ**

В умовах ринкової економіки фінансовий ринок містить ринки:

- вітчизняних грошей;
- іноземної валюти;
- державних цінних паперів;
- цінних паперів недержавних підприємств.

В Україні фінансовий ринок почав розвиватися з 1992 р. у формі акцій акціонерних товариств і депозитних сертифікатів комерційних банків. Звичайно, за такий короткий час у формуванні фінансового капіталу і розвитку фінансового ринку очікувати більш-менш помітних результатів не можна. Сучасний рівень розвитку у країнах з класичною ринковою економікою став результатом тривалої еволюції ринкових відносин протягом кількох десятиліть. Зазначимо, що у країнах Східної Європи, які почали переходити до ринку раніше за Україну, рівень ринкових відносин також не досяг рівня розвинених країн. Однак, аналізуючи процес, що відбувається в Україні, можна виявити деякі тенденції в розвитку фінансового ринку.

До основних передумов формування фінансового ринку можна зарахувати такі: розвиток альтернативного сектору економіки, комерціалізацію банківської сфери, скасування монополії зовнішньої торгівлі, пільговий порядок оподаткування доходів за цінними паперами, відсутність державного регулювання операцій з цінними паперами. Це дасть змогу насамперед послабити платоспроможний попит, що вже формується на ринковій основі.

Водночас в умовах структурно-технологічної незбалансованості економіки, монополізації виробництва, катастрофічної зношеності основних фондів, посилення інфляції відбувається активна диференціація платоспроможного попиту: основна маса нагромаджень сконцентрована у фінансовому секторі економіки й підприємств нефінансового сектору, що спеціалізуються у сфері обміну.

Торгово-посередницькі операції, у яких використовують різницю в цінах (світових і внутрішніх, державних і ринкових) і які характеризуються швидким оборотом капіталу, стали основою створення великих багатств у приватному секторі. Оскільки нагромадження перевищували споживчі витрати, то через наростаючу тенденцію до знецінення нагромаджених коштів потрібно було інвестувати. Основний потік інвестицій ринув

у сфері з найвищою прибутковістю — створення банків, бірж, торгових домів, інвестиційних фондів тощо. Пришвидшення оборотів капіталів досяглося за рахунок взаємообміну капіталами (їх переплетення), інтенсифікації засновницької діяльності, об'єднання, тобто подальшої концентрації капіталів: створенням асоціацій, концернів, холдингових компаній та інших форм монополії. Ці тенденції в розвитку ринку інвестицій (платоспроможного попиту) у майбутньому визначать швидший розвиток фінансового ринку.

Крім розглянутих економічних передумов варто виокремити також передумови технічного характеру. Ідеться про підвищення рівня комп'ютеризації інститутів фінансового ринку. На жаль, через низьку норму прибутку операцій з імпорту обчислювальної і ділової техніки внутрішній попит на неї поки що не задоволений повністю. Потрібно збільшити темпи розвитку уніфікації програмного забезпечення операцій з фондovими цінностями, особливо на позабіржовому ринку, а також темпи формування єдиних комунікаційних мереж на території України. Комп'ютеризація фондових операцій є найпотужнішим чинником прискореного створення єдиного фінансового ринку України, зміцнення і стандартизації взаємозв'язків з фінансовими ринками інших країн і в остаточному підсумку основою швидшого входження України як повноправного партнера до світового ринку позичкових капіталів.

Однією з найважливіших передумов швидкого розвитку фінансового ринку в Україні є також успішне освоєння досвіду розвинених країн українськими бізнесменами й економістами як на основі вивчення друкованих джерел, прямих контактів і консультацій із зарубіжними фахівцями, так і через обмін кадрами, проходження стажування або навчання у світових фінансових центрах. Це дасть можливість сформувати кваліфіковані кадри бізнесменів і вчених, поширити в Україні вітчизняний та зарубіжний науковий і практичний досвід організації, функціонування та регулювання фінансових ринків.

Слід наголосити, що існує зворотний зв'язок між розвитком економічного, технічного, кадрового потенціалу фінансового ринку та рівнем організації власне фінансового ринку. Наявність такого потенціалу визначає рівень розвитку фінансового ринку і водночас потреби в подальшій еволюції ринку, зумовлені цільовими установками його суб'єктів — максимізацією капіталу і прибутку, забезпеченням надійності й ліквідності цінних паперів, встановлює досить жорсткі критерії добору учасників ринку за капіталами, рівнем техніки і технологій обробки та передавання інформації, кваліфікацією кадрів. Таким чином, розвиток ринку і його

економічне, технічне та кадрове забезпечення відбуваються в цілому паралельно. Поступові зміни в концентрації капіталу, технічному, науковому і кадровому забезпеченні викликають якісний стрибок у розвитку фінансового ринку. Такий діалектичний зв'язок між передумовами (потенціалом) формування ринку і рівнем його розвитку виявляється на будь-якому етапі еволюції фінансового ринку.

На сферу фінансових інвестицій істотно впливають і такі негативні чинники загальноекономічного характеру, як інфляція, що посилюється, і спад виробництва. Сукупний вплив чинників зростання і стагфляції визначає специфічні риси нинішнього фінансового ринку України. Найповніше уявлення про структуру ринку і напрями зміни його окремих секторів дає дослідження характеристик оборотності цінних паперів.

У 1991–1993 рр. сектор державних цінних паперів в Україні займав невелике місце. В обігу перебували такі ринкові боргові зобов'язання СРСР: Державні казначейські зобов'язання СРСР випуску 1990 р., облігації Державної внутрішньої позики 1982 р., а також неринкові (не утворюють вторинного ринку) сертифікати Ощадбанку СРСР 1987 р.

Усі боргові зобов'язання СРСР мають довгостроковий характер. Термін їх дії становить 8–16 років. За облігаціями випуску 1982 р. не встановлено фіксованого терміну позики: вони погашаються через вихід у тираж погашення. Боргові зобов'язання СРСР призначені як для індивідуальних, так і для інституціональних інвесторів. Під час реорганізації Ощадбанку у зв'язку з розпадом СРСР було встановлено, що операції з купівлі-продажу, погашення і виплати доходів за борговими зобов'язаннями СРСР мають проводитися без обмежень на всій території колишнього Союзу. Природно, що цей сегмент ринку державних цінних паперів уже найближчим часом різко скоротиться навіть за умови виконання зобов'язань кожної країни СНД щодо операцій з цінними паперами СРСР. Інвестори, не впевнені в надійності та майбутній ліквідності цих паперів, повертатимуть їх в установи ощадбанків. Отже, ринок боргових зобов'язань СРСР приречений на зникнення.

На ринку боргових зобов'язань України найбільший інтерес для інвесторів має становити випуск державних товарних облігацій України на суму 10 млрд дол. терміном погашення 5 років. Ці облігації забезпечуються всім рухомим і нерухомим майном, що перебуває в загальнодержавній власності України (землею, будівлями, спорудами, устаткуванням та іншими матеріальними цінностями, включаючи продукцію і товари, призначені для продажу). Гарантом боргових зобов'язань перед власниками цінних паперів виступає держава.

Передбачається, що залучені кошти підуть на модернізацію промисловості, упровадження передових технологій, стабілізацію економіки і збільшення експорту країни.

Вважаємо, що боргові зобов'язання держави за товарними облігаціями внесуть деяке пожвавлення в ринок державних цінних паперів у міру фінансової стабілізації та структурної перебудови економіки. Однак уже сьогодні можна виокремити конкурентоспроможні (стосовно корпоративних цінних паперів) сегменти ринку державного боргу. Це, зокрема, *ринки казначейських векселів і муніципальні позики.*

Необхідність розвитку ринку казначейських векселів визначається їх особливою роллю на грошовому і фінансовому ринку. Як зазначалось, випуск казначейських векселів є засобом мобілізації короткострокових ресурсів для покриття внутрішньорічних розривів у доходах і витратах держбюджету, для обслуговування державного боргу. Водночас казначейські векселі є найгнучкішим інструментом кредитної політики Центрального банку. Банк України, володіючи портфелем казначейських векселів, може активно впливати економічними методами на ринок міжбанківських кредитів.

В умовах дефіцитності міських бюджетів для залучення додаткових ресурсів на розвиток міського господарства поряд із приватизацією муніципальної власності можуть широко використовуватися муніципальні позики; вони є необхідною складовою приватизаційних заходів. Так, передавання у власність населення житлового фонду, приватизація інших об'єктів муніципальної власності з метою підтримання і розвитку міського господарства як єдиного комплексу потребують створення гнучких комерційних структур з ремонту житла і комунікацій, забудови нових районів, благоустрою міської території тощо. Мобільним джерелом фінансування названих проектів є випуск облігацій муніципальних позик. Для підвищення привабливості таких позик крім гарантованого прибутку доцільно вводити додаткові пільги власникам досить великих пакетів, наприклад право на пільгове придбання спеціально виділеної квоти житла у житловій позиції, право на придбання інших матеріальних ресурсів з міського фонду. Муніципальні позики не тільки забезпечують швидку мобілізацію ресурсів, а й гарантують відповідальність місцевої адміністрації за цільове використання коштів. Розміщувати такі позики, на нашу думку, доцільно через муніципальний банк, який одночасно виконуватиме функції гаранта позики. Механізми реалізації випуску, обігу і погашення муніципальних позик нині розробляються в багатьох великих містах країн СНД.



Крім боргових зобов'язань уряду і місцевих органів влади існують також боргові зобов'язання підприємств. У розвинених країнах вони дістали широкого розвитку у зв'язку з можливістю акумуляції великих обсягів капіталів і розосередження кредитних ризиків. По суті, ці позики замінили довгостроковий банківський кредит. На фінансовому ринку України облігаційні позики перебувають у стадії первинного розміщення облігацій окремих науково-виробничих фірм та асоціацій.

Основним чинником, який визначає низьку кон'юнктуру на ринку облігацій, є високі темпи інфляції, що зменшують схильність до довгострокового інвестування. По суті, на ринку корпоративних облігацій діють такі самі тенденції, що й на ринку державних цінних паперів. Розвиток ринку облігацій у найближчому майбутньому визначатиметься динамікою курсу гривні.

У сучасних умовах висока кон'юнктура характерна тільки для одного сегмента ринку боргових зобов'язань — *ринку депозитних сертифікатів комерційних банків*. Активна емісійна діяльність на цьому ринку зумовлюється наростанням депозитного “голоду” через знецінення гривні і загострення конкурентної боротьби комерційних банків.

Порівняно з традиційними банківськими вкладами депозитні сертифікати мають більшу ліквідність; звичайно їх випускають у вигляді цінних паперів на пред'явника; вони можуть вільно перепродаватися, тобто утворювати вторинний ринок протягом усього терміну дії. Власник сертифіката може будь-коли повернути свій вклад. Підвищенню ліквідності депозитних сертифікатів сприяє й те, що за умовами випуску вони можуть застосовуватись як платіжний засіб у системі “банк — емітент”.

Вища ліквідність депозитних сертифікатів поєднується з їх високою надійністю і прибутковістю. Так, відсоток за депозитними сертифікатами, які перебувають в обігу або запропоновані до розміщення, наближається до відсотка за депозитами, а в окремих випадках перевищує останній.

*Ринок акцій*, що становить рух прав власності, розвивається за окремими сегментами вкрай нерівномірно. Це зумовлюється специфікою акцій, прибутковість і курс яких прямо залежать від очікуваної прибутковості конкретних підприємств-емітентів. Наприклад, у 1992–1993 рр. найвищою діловою активністю відзначався сегмент ринку акцій бірж; стабільно висока кон'юнктура була характерна для ринку акцій комерційних банків; у процесі становлення перебував ринок акцій підприємств нефінансового сектору — промислових, торгових, транспортних, комунальних та ін.

Сучасний ринок акцій крім особливостей структури пропозиції має додаткові специфічні риси. Насамперед, це низька ліквідність цього ринку: щодо загальної кількості пропозицій кількість укладених угод коливається від нуля до 35 %. Стосовно обсягу пропозицій (сукупної ціни продавця) спостерігається ще нижча ліквідність: сума укладених угод становить 0–15 % обсягу пропозицій [18].

Низька ліквідність ринку акцій крім малої кількості оборотів характеризується ще й істотною відмінністю цін пропозицій на різних біржах, великими розривами між цінами продавців і покупців, різкими кон'юнктурними коливаннями курсів акцій бірж. Це надає ринку акцій дуже нестійкого характеру.

У цілому низька ліквідність організованого ринку акцій із спонтанними сплесками спекулятивної кон'юнктурної активності визначається відсутністю вторинного ринку, роль якого і мають відіграти фондові біржі.

В умовах інфляції, що посилюється, і загальної економічної нестабільності починаючи з 1992 р. достатньою стабільністю відзначається *ринок комерційних банків*. До основних характеристик цього ринку належать:

- жорстке регулювання ліквідності комерційних банків Центральним банком;
- широка диверсифікація вкладень, що забезпечує зберігання капіталу й одержання середньої норми прибутку всіма акціонерами банку;
- можливість формування активного, тобто біржового, вторинного ринку, оскільки банки створюються в основному як акціонерні товариства відкритого типу.

Розглянуті факти, що визначають стабільність ринку акцій банків, набувають зовнішнього вираження у формі динаміки курсів цих акцій. Для них характерні, як правило, невеликий розрив між ринковим курсом і номінальною вартістю, стійке, хоча й повільне, підвищення ринкового курсу. Таким чином, капіталізована оцінка фінансового капіталу банків у цілому відповідає ефективності вкладень банківських ресурсів (позичкового капіталу).

У зв'язку з приватизацією, зокрема й у формі акціонування, має швидше розвиватися *ринок акцій виробничих підприємств* (підприємств нефінансового сектору). Первинний ринок акцій цих підприємств в Україні невеликий. Як зазначалося, акції розміщують в основному самі емітенти без посередництва бірж і банків. Відбувається це у формі конкурсу заявок.

Активізації вторинного ринку акцій українських відкритих акціонерних товариств нефінансового сектору перешкоджають загальноекономічна криза і процеси структурної перебудови. Ці чинники істотно знижують прибутковість названих акцій. За умови зберігання нестабільності грошового ринку виплата дивідендів у гривнях втрачає сенс. Водночас на хвилі інфляції підвищуватиметься ринковий курс цих акцій як вираження вартості матеріального паю акціонера в капіталі підприємства. Дивіденди виплачувати доцільно або в матеріальній формі, або у валюті. Таким чином, динаміка ринку акцій підприємств нефінансового сектору визначатиметься здійсненням заходів фінансової стабілізації у поєднанні з процесами приватизації (структурної перебудови).

#### **8.4. РОЗВИТОК ІНСТИТУЦІОНАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ**

Сучасна інституціональна структура фінансового ринку складається з бірж, банків, брокерських фірм, системи міжбіржових і міжброкерських (міждилерських) зв'язків, інвестиційних фондів. У великих містах країн СНД виникають фірми, що спеціалізуються на маркетингу цінних паперів та інвестиційних консультаціях. Існує також своєрідна надбудована система фондів інститутів у вигляді численних асоціацій, об'єднань, холдингів тощо, які ставлять перед собою як некомерційні цілі координації біржової діяльності, визначення стратегічних напрямів розвитку фінансового ринку, уніфікації торговельних правил, так і суто комерційні завдання.

Численні фондові відділи бірж або самостійні фондові біржі становлять *організований ринок цінних паперів* (усі інші інститути належать до неорганізованого ринку). На відміну від неорганізованого організований ринок передбачає насамперед гласне котирування найякісніших, елітних цінних паперів. Тому для нього властива функція індикатора ринкової кон'юнктури. Котирування ж обігових цінних паперів на неорганізованому ринку ґрунтується на біржових котируваннях.

Однак такої спеціалізації інститутів фінансового ринку в Україні ще не досягнуто. Заснування численних організаційних структур, що їх називають біржами, сприяло створенню досить оригінальної структури і спеціалізації інститутів фінансового ринку. Основна маса капіталу у процесі засновництва ринула у сферу оптової торгівлі, бо саме тут норма

прибутку була найвищою. Проте ця норма не була гарантованою, вона часто і непередбачувано змінювалася під впливом випадкових чинників, зумовлених загальною економічною та політичною нестабільністю загалом і перебудовою системи оптової торгівлі зокрема. Щоб створити досить стійкий у часі потік прибутків, тобто забезпечити виживання, організації оптової торгівлі, що називають себе біржами, пішли двома шляхами: широкої диверсифікації діяльності та вузької (галузевої) спеціалізації. Нині починається процес конвергенції двох напрямів, внаслідок чого з'являються універсальні біржі-холдинги з численними спеціалізованими підрозділами. Як приклад такої конструкції наведемо створену в Росії товарно-сировинну біржу, яка вже понад два роки по-ідеа домінує на ринку біржових послуг.

Необхідною ланкою таких диверсифікаційних конгломератів є фондові підрозділи (відділи). Вони несуть функціональне навантаження двох типів. З одного боку, ці відділи виконують традиційні функції, властиві фондовим інститутам: дають місця брокерам для торгівлі цінними паперами, забезпечують їх засобами зв'язку, організують розрахункові відносини, стягують біржові збори. З іншого боку, фондові відділи є своєрідним стратегічним резервом створення універсальних бірж.

Ця особлива роль фондових відділів визначається потребою закріплення частки економічного простору за кожною універсальною біржею, що досягається шляхом зосередження в руках засновників біржі контрольного пакета акцій приватизованих підприємств — основних поставальників (продавців) товарів для цієї біржі. Оскільки до складу засновників бірж входять, як правило, керівники найбільших підприємств-поставальників, то завдання *утримання контрольного пакета* вирішується просто. Причому є можливість сформувати його як за рахунок квоти керівників і частини колективу приватизованого підприємства, так і за рахунок скуповування дозволеної законом частки акцій на відкритому ринку.

На практиці вирішення зазначеної проблеми гальмується через відсутність акцій, зволікання з процесами приватизації й акціонування. У цих умовах найближчою метою фондових відділів стає участь в акціонуванні конкретних підприємств. Аналогічні відділи з приватизації існують і на самостійних фондових біржах. Створювані в масовому порядку ці нетрадиційні для фінансового ринку структури можна охарактеризувати як “законсервовані” холдинги — потенційну систему регулювання майбутніх потоків капіталів. Подальше перетворення в холдинги, по суті, є стратегічним напрямом сучасних фондових відділів.

Фондові відділи вирішують також інше стратегічне завдання — *створення єдиного біржового простору*. У сучасних умовах це завдання реалізується на регіональному та міжрегіональному рівнях формуванням і закріпленням міжбіржових зв'язків як обмін інформацією й створення загальних комунікаційних мереж. Зазначені операції дають можливість прискорити і стабілізувати процес нагромадження капіталу біржовими структурами. Причому процес формування власного капіталу відбувається як за рахунок первинної емісії акцій і брокерських місць, які розміщуються через власні фондові відділи або через самостійні фондові біржі (фондові відділи інших бірж), так і за рахунок різних біржових зборів.

Розвиток процесів взаємного створення бірж дає можливість інтенсифікувати капіталонагромадження через частковий перерозподіл засовницького прибутку, який у формі біржових зборів осідає в біржах-співзасовниках. Брокерські контори одержують свою частку засовницького прибутку або як комісійні від суми угоди, що змушує їх роздувати ціну первинного розміщення, або як курсову різницю під час перепродажу біржових цінних паперів у межах первинного розміщення.

На сучасному етапі фондові інститути — це інститути, що виникають у результаті еволюції товарних бірж, які переживають стадію універсалізації діяльності; фондові відділи є каналом мобілізації фінансових ресурсів. Оскільки для первинного розміщення біржових акцій досить фондових відділів універсальних бірж, то ефективність виконання цієї функції самостійними фондовими біржами вкрай низька. Про це свідчить низький відсоток угод, що укладаються на таких біржах (звичайно 1–2 % суми пропозиції).

Неефективність “основної” діяльності, малий обсяг біржових зборів зумовлюють потребу диверсифікації операцій фондових бірж. Вони активно займаються проблемами підготовки кадрів для фінансового ринку, здійснюють наукові розробки, співпрацюють з біржами розвинених країн і країн СНД. Ці біржі, як і фондові відділи універсальних бірж, готують собі майбутнє поле діяльності для участі у процесах приватизації.

Таким чином, з класичних функцій організованих фондових ринків сучасні біржі виконують тільки функцію переливання капіталів, причому дуже умовно. Умовний характер виконання цієї функції зумовлюється, з одного боку, дальшим процесом первісного нагромадження капіталу інститутами фінансового ринку і, з іншого — фактичним блокуванням сфери пропозиції. Блокування сфери пропозиції, зокрема зволікання з приватизаційними процесами, ще більшою мірою замикають рух капіталу на фінансову сферу, призводять до ізоляції попиту і пропозиції. Для

бірж — це питання їх існування, тому так активно вони втручаються у процес приватизації.

У цих умовах основні функції організованого ринку — бути індикатором загальноекономічної кон'юнктури і регулятором переливання капіталів — українські біржі виконувати не можуть. Для цього потрібна наявність об'єктивних передумов: здійснення приватизації, структурна перебудова, відновлення основних фондів та ін. Поки не буде створено цих передумов, фінансовий ринок так і залишиться псевдоринком.

Така економічна ситуація аналогічно вплинула і на формування функцій інших інститутів фінансового ринку, які у розвинених країнах об'єднуються під загальною назвою “*неорганізований ринок*”. В Україні такі інститути, як і біржі, перебувають на стадії початкового формування, виконуючи функції міжбіржового переливання капіталів. Отже, відмінностей між організованим і неорганізованим ринками не існує, усі інститути виконують однакові функції.

Водночас з погляду можливостей диверсифікації операцій *інвестиційні інститути* є більш гнучкими структурами порівняно з фондовими біржами і відділами. Їх гнучкість пов'язана з офіційним (на відміну від фондових бірж) комерційним статусом. Найчисленнішою категорією інвестиційних інститутів є *фінансові брокери* — посередники фондового ринку.

Більшість фінансових брокерів спочатку були торговими посередниками, які згодом диверсифікували свої операції або переорієнтувались остаточно на фінансовий ринок. Лише окремі брокерські фірми з моменту виникнення були зареєстровані як суто фінансові посередники, наприклад, найбільші нині “Брокінвест-сервіс” і “Фінвест” у Росії, що виконують уже функції дилерів. В Україні до таких фірм належать концерн “Омета” та інвестиційна філія акціонерного банку “Інко”. Таким чином, процес виникнення інвестиційних інститутів із середовища торгових посередників у цілому повторює шлях розвитку фондових бірж і відділів на основі еволюції системи товарних бірж.

Багато фінансових брокерів, які нагромадили достатній капітал і досвід в операціях із цінними паперами, фактично стали дилерами, купуючи папери за власний рахунок з метою їх подальшого перепродажу. Брокери-дилери широко практикують також арбітражні операції в межах первинного розміщення біржових акцій. Однак основне джерело прибутку брокерських фірм — комісійні від первинного розміщення біржових акцій на основі аукціонного принципу. Аукціони брокерських фірм зви-

чайно ефективніші, ніж відповідні аукціони фондових бірж і відділів унаслідок тісних зв'язків брокерів з виробничим сектором, вибору вдалого часу торгів з урахуванням наявності платіжних коштів у підприємств та інших чинників. Це забезпечує вищий курс акцій на брокерських аукціонах порівняно з їх курсом пропозиції на фондових біржах і, отже, вагомі суми комісійних брокерам.

Водночас майбутнє акціонування великих підприємств, що не мають досвіду розміщення цінних паперів, а також створення акціонерних товариств викликають настійну потребу у швидкій реалізації великих партій цінних паперів. Такі функції можуть виконувати потужні брокери-дилери або їх консорціуми. Приклади створення дилерської мережі вже є: функціонує єдина мережа позабіржового ринку цінних паперів “EL=BIS”, що об'єднала брокерські фірми з різних регіонів Росії, України та інших країн СНД. Через цю мережу можна здійснювати купівлю-продаж цінних паперів на біржах і позабіржовому ринку названих країн [37]. На основі об'єднання мереж “EL=BIS” і “Система” [21] створено перший консорціум брокерів-дилерів з первинного розміщення великих пакетів акцій.

Спостерігається також інтенсивне засновництво інвестиційних компаній. Створено найбільші, з оголошеними мільярдними капіталами Військово-промислову інвестиційну компанію (Москва), фінансову компанію “Чинник” (Київ), “Сибірський союз” (Новосибірськ), “Далекосхідний союз” (Хабаровськ). В Україні створено великі акціонерні комерційні банки: “Всеукраїнський акціонерний банк”, “Градобанк”, Український банк “Відродження”, банк “Українська фінансова група”, АКБ “Геосантрис” та ін. Бум створення інвестиційних компаній і комерційних банків зумовлений швидкою мобілізацією великих капіталів, збільшенням їх у торгово-посередницькій діяльності та використанням коштів для подальшого приватизаційного викупування державних підприємств. Зазначимо, що мобілізація капіталів через інвестиційні компанії вигідніша, ніж банківський капітал.

Аналогічну мету — акумуляцію ресурсів для приватизаційного викупу — мають також інвестиційні фонди, які залучають заощадження населення через емісію акцій з невеликою номінальною вартістю. З огляду на таке цільове спрямування інвестиційних компаній і фондів доходимо висновку, що на перших етапах своєї діяльності вони не сприятимуть підйому інвестиційної активності у країні, тому що мобілізований ними капітал від викупу держпідприємств спрямовуватиметься в державний

бюджет, а не на виробниче інвестування. Зазначимо також, що спосіб швидкої мобілізації великих капіталів для приватизації через створення інвестиційних компаній і фондів дає їм чималі переваги у приватизаційному процесі, а отже, й у формуванні та управлінні солідними портфелями цінних паперів порівняно з біржами і фондовими відділами.

Таким чином, інвестиційні інститути вже зараз мають істотні переваги перед біржами, що зумовлено комерційним статусом цих інститутів. Так, зокрема, інвестиційні компанії можуть швидко мобілізувати великі капітали, мають широкий вибір напрямів вкладення акумульованих коштів. Інвестиційні брокери-дилери за рахунок розгалужених уніфікованих комунікаційних мереж спроможні охопити операціями різні регіони країни і тим самим істотно прискорити процес купівлі-продажу цінних паперів, тобто процес міграції фінансового капіталу. Інвестиційні банки, що є водночас банками короткострокових операцій, мають унікальні можливості диверсифікації діяльності, що додає цим інститутам високої фінансової стабільності і в кінцевому рахунку забезпечує пріоритетні позиції на фінансовому ринку.

В умовах посилення конкуренції з боку різних інститутів фінансового ринку, які перебувають до того ж у нерівноправному становищі щодо потенційної конкурентоспроможності, фондові біржі вже найближчим часом відчуватимуть істотні труднощі. Характер їх визначається як економічними, так і правовими передумовами.

З економічного погляду становище фондових бірж погіршиться внаслідок перебудови структури ринку, що, можливо, призведе до тимчасового скорочення його місткості. Структурна перебудова фінансового ринку спричиниться досить різким скороченням сектору біржових цінних паперів.

З правових позицій зменшується конкурентоспроможність бірж порівняно з інвестиційними інститутами внаслідок надання їм статусу самокупної безприбуткової організації. Статус некомерційної структури позбавляє фондові біржі можливостей будь-якого інвестування власних коштів, окрім як на розширення своєї діяльності та фінансування професійних громадських організацій та об'єднань бірж. Таке обмеження інвестиційних можливостей призведе до зменшення капіталонагромадження бірж, істотно скоротяться і можливості первісного нагромадження капіталу.

По суті, донедавна всі біржі діяли як акціонерні товариства відкритого типу, емітуючи доступні будь-якому інституціональному інвестору



брокерські місця. При цьому зберігалися привілеї акціонерів-засновників щодо управління й отримання дивідендів.

Таким чином, з організаційного погляду біржа — це компактне ядро капіталу акціонерів-засновників (закрите акціонерне товариство), оточене оболонкою капіталу, що постійно розширюється, та власників і орендарів брокерських місць. Така система організації капіталу дала можливість першим біржам сконцентрувати величезний капітал. Пройшовши етап первісного нагромадження, старі біржі спроможні функціонувати і як безприбуткові організації.

Така організаційна структура бірж є, на наш погляд, необхідним етапом еволюції біржі у специфічних економічних умовах України. Це дасть змогу нагромадити достатній капітал для розгортання біржової діяльності в Україні.

## **8.5. ОРГАНІЗАЦІЙНО-ЕКОНОМІЧНІ УМОВИ РОЗВИТКУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ**

У сучасних умовах в Україні триває процес формування суб'єктів фондового ринку. Наприклад, станом на 1 січня 1994 р. у Міністерстві фінансів України зареєстровано випуски цінних паперів понад 300 емітентів з обсягом акціонерного капіталу понад 80 млрд грн. Торговцями цінними паперами були близько 180 структур [14; 15; 25].

Однак банки розміщували тільки власні цінні папери як торговці цінними паперами суто номінально внаслідок володіння відповідною ліцензією, бо для них операції з цінними паперами ще менш прибуткові, ніж кредитування. Більш-менш активно на фондовому ринку діяло близько 25 компаній. Емітентів, які були раніше державними підприємствами і розміщували свої акції у процесі приватизації, налічувалося ще менше. Держава як емітент цінних паперів не виявляла активності. Розроблені в деяких регіонах так звані проекти муніципальних позик реалізовувалися дуже повільно через невідповідність місцевих органів влади. Такі фондові інструменти, як опціони і ф'ючерси, не існували, а вексель як універсальний цінний папір не застосовувався, хоча підприємства відчували гостру кризу платежів.

Нині ринок цінних паперів виявляється в небіржовій торгівлі. Порівняно з розміщенням цінних паперів на первинному ринку вторинний

ринок поки що перебуває в зародковому стані. Становлення його визначатиметься насамперед рівнем приватизації, появою ліквідних цінних паперів і створенням інфраструктури фондового ринку — широкої мережі фінансових посередників, депозитаріїв і клірингових палат.

Процес формування фондового ринку має відбуватись водночас із процесом приватизації державної власності. Ці процеси взаємозалежні і взаємозумовлені. Отже, активізація процесу приватизації й акціонування підприємств — це невід’ємна умова розвитку фондового ринку. Приватизація є потужним поштовхом до формування фондового ринку через створення відкритих акціонерних товариств на базі середніх і великих промислових підприємств. Однак цей процес поки що не дістав розвитку. Водночас досить активно розвиваються орендні відносини. У цьому разі колективи підприємств велику частину майна викупувають за рахунок власних коштів.

Внаслідок розвитку орендних відносин в Україні відбувається масовий процес формування колективної або приватної форм власності, що може призвести до багаторічного затягування становлення фондового ринку. У цьому зв’язку поряд із прийняттям законів про корпоратизацію треба також прийняти положення, що обмежує “колективізацію” у промисловості.

Серед інших важливих причин, що стримують процес приватизації і як наслідок розвиток ринку цінних паперів, можна назвати такі:

- пасивність і приховану протидію вищих рівнів управління (міністерств, держкомітетів, корпорацій) процесу приватизації;
- відсутність законодавства для створення інфраструктури приватизації в особі різних фінансових посередників, зокрема інвестиційних фондів і компаній;
- відсутність гнучкої нормативної бази приватизації численних об’єднань, асоціацій, концернів, які включають кілька юридичних осіб, через систему холдингових компаній.

Найважливішою умовою розвитку *ринку цінних паперів* (РЦП) є створення його організаційно-функціональної структури. Для функціонування повноцінної інфраструктури РЦП в Україні необхідна наявність емітентів, заінтересованих у мобілізації вільних коштів; інвесторів, що мають вільні кошти і шукають вигідного їх розміщення; посередників, які забезпечують обмін зобов’язань (цінних паперів) емітентів на кошти інвесторів. Неодмінною умовою існування РЦП є наявність державного органу, що регулює обіг цінних паперів на РЦП і забезпечує належну

нормативно-правову базу для його функціонування. Розглянемо докладніше складові інфраструктури РЦП.

**Емітенти.** Для існування розвинутого РЦП на ньому має бути достатня кількість емітентів цінних паперів. Нині в Україні їх налічується близько 350, більшість із них — комерційні банки, інвестиційні та страхові компанії, біржі. Частка акцій виробників незначна, тому що більшість цих підприємств перебувають у державній власності, а приватизація відбувається дуже повільно. Тільки з посиленням приватизації можлива поява на ринку достатньої кількості емітентів, що сприятиме поживленню фондового ринку (ФР). Потрібно активно впливати на державні органи з метою прискорення процесів приватизації, створення передумов для виходу акцій приватизованих підприємств на ФР.

Зазначимо, що державні органи як емітенти поки що не представлені на ФР, що ще більшою мірою обмежує можливості потенційних інвесторів на РЦП.

**Інвестори.** Нині цінні папери не можна вважати привабливим об'єктом для інвестування через високий рівень інфляції, що знецінює дивіденди і збільшує курсову вартість, а також через практично нульовий рівень ліквідності. Тому більшість акцій розповсюджують серед співзасновників. Фізичні особи купують папери, щоб бодай частково зберегти свої заощадження від знецінення.

Серед великих інвесторів на РЦП країн із розвинутою інфраструктурою ФР — такі інститути, як інвестиційні та пенсійні фонди, холдингові компанії, які в Україні через відсутність необхідної законодавчої бази не дістали відповідного поширення. У цьому зв'язку гостро стоїть проблема розвитку цих суб'єктів на ФР України.

**Система регулювання.** Регулювання РЦП, що його здійснює управління грошового обігу і цінних паперів Міністерства фінансів України, не забезпечує ефективного державного впливу на цей ринок. Тому доцільно створити спеціальний державний орган для регулювання РЦП, основними завданнями якого мають бути такі:

- створення законодавчої і нормативної бази для функціонування РЦП;
- здійснення ефективного контролю над учасниками РЦП;
- підготовка проектів законів та інших документів для створення розвиненої інфраструктури РЦП.

Важливу роль у формуванні РЦП України покликана відіграти Асоціація торговців цінними паперами (АТЦП), створена в Україні в 1993 р.

Вона має бути сполучною ланкою між інститутами з правом законодавчої ініціативи, громадськими організаціями і безпосередньо торговцями цінними паперами, виконувати роль каталізатора щодо РЦП. Своєю діяльністю АТЦП має сприяти створенню єдиних, погоджених “правил гри” для всіх торговців цінними паперами і формуванню системи взаємовідносин з урядом з метою доведення до нього позицій АТЦП з питань законодавчого і правового регулювання.

Ринок цінних паперів складається з первинного і вторинного ринків, тому тільки за наявності цих двох складових і їх органічного взаємозв'язку забезпечується створення реально діючого ФР.

**Розміщення цінних паперів.** Розміщенням цінних паперів на ФР повинні займатися спеціалізовані інститути — професійні учасники РЦП — інвестиційні компанії, брокерські фірми тощо. Кількість фірм-торговців цінними паперами постійно збільшується і наближається до 400, але через те що здебільшого вони створювалися під приватизацію, багато з них на ФР не працюють.

Перед ФР України стоїть завдання: створити дієздатні механізми для проведення акціонування державних підприємств. Тому важливо знайти найефективніші шляхи розміщення акцій приватизованих підприємств, що сприяють розвитку ФР України. Первинне їх розміщення може здійснюватись через підписку, відкритий продаж або аукціон. Як один з варіантів розміщення акцій доцільно розглянути можливість використання комп'ютерно-комунікаційної мережі акціонерного товариства “Центральний депозитарій”, створеної групою торговців цінними паперами для проведення аукціонного продажу акцій приватизованих підприємств. За допомогою цієї мережі можна створити єдиний простір для реалізації акцій у межах України, швидкого здійснення операцій з купівлі-продажу цінних паперів без їх випуску в готівковій формі. Ця система дає також можливість створити основу для обігу акцій приватизованих підприємств на вторинному ринку.

Необхідною умовою існування ФР є створення вторинного ринку, який забезпечує ліквідність цінних паперів, що випускаються.

У формуванні *вторинного ринку цінних паперів* важливе місце належить позабіржовому ринку.

Одним з напрямів розвитку позабіржового ринку, основою його організаційної структури може стати Центральна торгова дилерська система (ЦТДС), створена на основі єдиної мережі незалежних локальних депозитаріїв торговців цінними паперами, що забезпечує конфіденційність

і захист інформації від несанкціонованого доступу. Ця система повинна охоплювати систему депозитарного обліку, розрахункову та торгіву (клірингову).

Найважливішою передумовою формування в Україні ринку цінних паперів є участь у його діяльності такого потужного сектора економіки України, як агропромисловий комплекс (АПК). У Національному інституті аграрної економіки підготовлено робочу концепцію виходу АПК України на РЦП.

Ринок цінних паперів управляє фінансовими потоками, спрямовуючи їх у найперспективніші виробництва або вилучаючи ресурси з галузей, що працюють неефективно.

Цінні папери системи АПК з цього погляду мають перевагу, пов'язану з тим, що їх основна маса значною мірою забезпечується вартістю землі і нерухомого майна, тобто АПК володіє найнадійнішою з усіх видів заставою, під яку випускаються цінні папери або беруться кредити.

З огляду на зазначене треба створити такі умови, щоб інвестори мали цілковиту впевненість і гарантії того, що цінні папери, випущені емітентами АПК України, як і акції найбільших банків і компаній, також котируються на світовому ринку цінних паперів.

Створення таких умов передбачає передавання якомога більшої частини землі та майна суб'єктів господарювання у приватну і кооперативну власність. Тільки якщо земля і майно стануть заставою в угоді з потенційним інвестором, можна очікувати інтенсивне залучення інвестицій у цей сектор економіки.

Необхідною соціально-економічною передумовою створення і розвитку РЦП є наявність у системі АПК власників землі, майна, грошових заощаджень, під які можуть бути видані тимчасово або постійно вільні ресурси для залучення їх в економічний оборот.

Економічні, соціальні та правові передумови мають бути реалізовані державою за допомогою створення інфраструктури РЦП в економіці АПК. Основні її суб'єкти і компоненти наведено на рис. 20. Розглянемо докладніше структуру РЦП.

Завданнями формування первинного РЦП в АПК є акціонування колгоспів і радгоспів, створення акціонерних товариств через приватизацію переробної промисловості, агросервісних підприємств, інших суб'єктів господарювання АПК; організація випуску цінних паперів (акцій, облігацій) великими суб'єктами господарювання АПК і їх котирування на ФР України.



Рис. 20. Структура ринку цінних паперів у системі ринкової економіки АПК

Основне завдання діяльності аграрного інвестиційного фонду полягає в інвестуванні АПК (через придбання цінних паперів АПК) за допомогою мобілізації вільних фінансових ресурсів юридичних і фізичних осіб.

У процесі приватизації аграрний інвестиційний фонд є посередником у розміщенні приватизаційних паперів населення в майно (акції) державних підприємств АПК.

Потенційним покупцям цінних паперів АПК доцільно мати справу не з безліччю торговців, а з Національним аграрним інвестиційним фондом, який виручені від реалізації своїх акцій кошти вкладає в АПК за допомогою придбання його цінних паперів.

Найважливішим завданням розвитку РЦП є формування банківської підсистеми, що обслуговує АПК. У цій підсистемі першочергове значення має створення Селянського банку на кооперативних (акціонерних) засадах. По суті це не комерційний банк, а централізовано-організаційне кредитне товариство аграрників, основна мета якого полягає в пільговому кредитуванні своїх пайовиків (акціонерів), випуску і придбанні цінних паперів.

З розвитком товарних відносин в АПК, визнанням землі повноцінним товаром і закріпленням права приватної власності на володіння і розпорядження нею постане потреба у створенні Земельного й Іпотечного банків.

Для мобілізації фінансових ресурсів у складі РЦП держава створює Українську фондову біржу як місце торгівлі цінними паперами. Це некомерційний фінансовий інститут, що обслуговує всіх потенційних емітентів цінних паперів, включаючи й державу. Фондова біржа випускає власні акції і торгує ними, держава надає їй допомогу і водночас керує роботою цього механізму.

Поява цінних паперів АПК на вторинному ринку (продаж на біржах) неможлива без посередників, які знають правову, податкову, організаційну, страхову й інші фінансові основи діяльності на ринку. Тому мають бути створені спеціалізовані брокерсько-дилерські фірми для надання допомоги суб'єктам господарювання АПК під час виходу їх на ринок цінних паперів, а також аудиторські фірми для надання консультативних послуг у процесі приватизації й акціонування державного сектору АПК.

Одна з особливостей цінного паперу — *ризик*. Отже, будь-яка пов'язана з операціями на ринку цінних паперів угода має бути застрахована. Для цього створюються *страхові компанії*, які є потужними фінансовими інститутами в системі РЦП.

Однією з причин повільного розвитку РЦП є недосконалість нормативно-правової бази, законодавчого і підзаконного регулювання. Основою правового регулювання РЦП мають бути насамперед економічний і правовий захист інтересів інвесторів, формування інфраструктури фондового ринку. До чинних законодавчих і нормативних актів необхідно внести зміни.

У зв'язку з приватизацією постала потреба у прийнятті законів про інвестиційні фонди й інвестиційні компанії, пенсійні фонди, холдинги та інші суб'єкти ФР, а також у розробці нормативних актів, що регулюють їх діяльність.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Назвіть основні економічні передумови відродження фінансового ринку інвестицій.
2. Що зараховують до державного внутрішнього боргу?
3. Яку роль відіграє внутрішній борг держави в розвитку грошового та фінансового ринків?
4. Перелічіть основні тенденції та умови прискореного розвитку фінансового ринку в Україні.
5. Які чинники визначають стабільність ринку банківських акцій?
6. Що входить до інституціональної структури фінансового ринку?
7. Які організаційно-економічні умови забезпечують розвиток ринку цінних паперів в Україні?



**Розділ 9**

**ФОРМУВАННЯ  
ФІНАНСОВОГО РИНКУ  
В РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ**

---

---

- Загальне поняття ринку і класифікація ринків.
  - Фінансовий ринок і класифікація фінансових ринків.
  - Ринок цінних паперів.
  - Фінансові інструменти грошового ринку.
  - Фінансові інструменти ринку інвестицій.
  - Формування інфраструктури фінансового ринку.
  - Фінансові посередники.
- 
- 

**9.1. ЗАГАЛЬНЕ ПОНЯТТЯ РИНКУ  
І КЛАСИФІКАЦІЯ РИНКІВ**

Фінансовий ринок у сучасній ринковій економіці є одним з найважливіших сегментів загального ринку і має складний, синтетичний характер. Перед тим як досліджувати його властивості, структуру, інструменти, треба спочатку розглянути загальну категорію ринку.

Сучасна ринкова економіка становить винятково складний господарський організм, який складається з величезної кількості виробничих, комерційних, фінансових, інституціональних та інформаційних структур, що взаємодіють в економічному просторі на основі розгалуженої системи правових норм бізнесу і об'єднуються в єдине поняття — ринок.

Ринок можна трактувати у вузькому і широкому значеннях слова. У *вузькому значенні* ринок — це місце, де продаються і купуються товари. Тут безпосередньо зустрічаються продавці, які доставили товар на

ринок, і покупці, які мають гроші; тут внаслідок домовленості встановлюються ціни і кількість товару, який в обмін на гроші одразу переходить з рук продавця в руки (і у власність) покупця.

До основних характеристик цього ринку належать:

- взаємодія продавців і покупців;
- попередня наявність товарів у продавців і грошей у покупців;
- встановлення цін і кількості товарів у процесі домовленості;
- перехід товару у власність покупця.

Внаслідок розвитку господарсько-правової інфраструктури економіки, засобів комунікації та прогресу загальної комерційної культури бізнесу в капіталістичних країнах деякі з перелічених характеристик втратили визначальне значення. Тому загальне визначення ринку, згідно з П. Самуельсоном, звучить так: *“Ринок — це упорядкована структура, за допомогою якої взаємодіють продавці й покупці товару, щоб визначити його ціну і кількість”*.

У цьому визначенні істотними є взаємодія продавців і покупців за допомогою певної упорядкованої системи спілкування й визначення ціни і кількості товарів через таку взаємодію [32].

Несуттєвими для сучасного ринку, особливо для окремих його типів, виявилися попередня наявність товарів у продавця і грошей у покупця і перехід товару згідно з угодою у власність покупця.

Ринок у *широкому значенні* слова є системою організації економіки, що виникла внаслідок природного розвитку, еволюції економічних відносин. Іншими словами, ринок — *це загальна форма взаємозв'язку суб'єктів економічної діяльності*, за допомогою якої відбувається переливання товарів, робочої сили і капіталів відповідно до змін їх прибутковості в різних точках економічного простору. Водночас у ринковій економіці ринок — *це сукупність соціально-економічних відносин* у сфері виробництва, розподілу, обміну, споживання продукції, товарів, послуг, що ґрунтуються на принципах підприємництва й еквівалентності обміну за цінами угоди, контрактних умовах трудового наймання, рівноправності різних форм власності, конкуренції. У політико-економічному значенні ринок — *це пропозиція і попит на товари* в масштабі світового господарства (світовий, зовнішній ринок) та країни (національний, внутрішній ринок). Суспільне відтворення забезпечується системою видів ринків — ринками товарів і послуг, засобів виробництва, робочої сили, позичкових капіталів, інвестицій, цінних паперів, інтелектуальної праці та ін. (рис. 21).

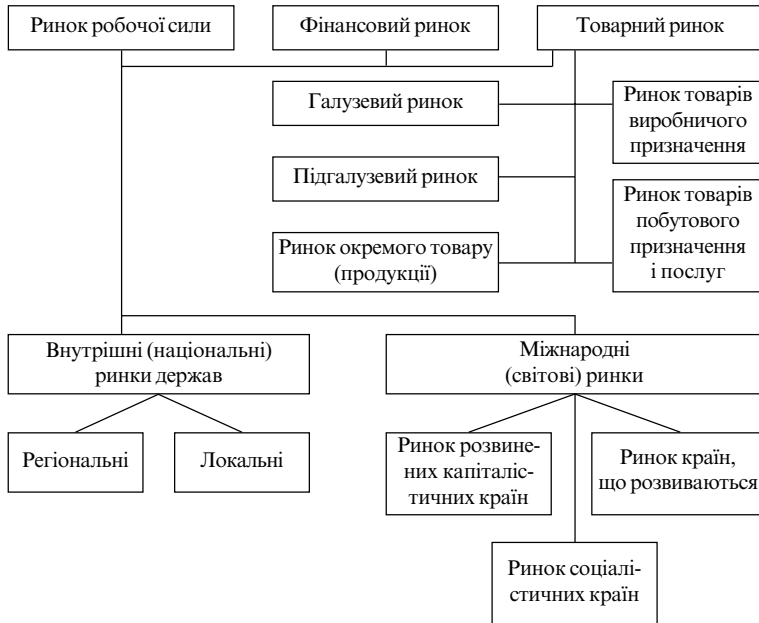


Рис. 21. Види ринків у ринковій економіці

Визначення ринку в широкому і вузькому значеннях слова не є поняттями-антиподами, вони не виключають один одного. У ринковій економіці, що розвивається нормально, ці поняття споріднені, тобто ринок у широкому значенні слова закономірно містить у собі ринок у вузькому значенні слова.

Класифікація ринків різноманітна, оскільки в основу градації можуть бути покладені різні критерії. Так, якщо ринок — це взаємозв'язок економічних суб'єктів, то форми цього взаємозв'язку можуть різнитися залежно від об'єкта угод, їх призначення, часу здійснення тощо. Звідси виникає чітка ієрархія ринкових зв'язків. Використовуючи певні принципи побудови ієрархічних структур, можна не тільки відобразити системні взаємозв'язки різних типів і видів ринку, а й простежити основні напрями їх генезису. Класифікація ринків (рис. 22) дає можливість визначити їх місце, зокрема й у нашому дослідженні фінансового ринку, охарактеризувати основні етапи їх історичного розвитку, а також розглянути можливі напрями їх подальшої еволюції.

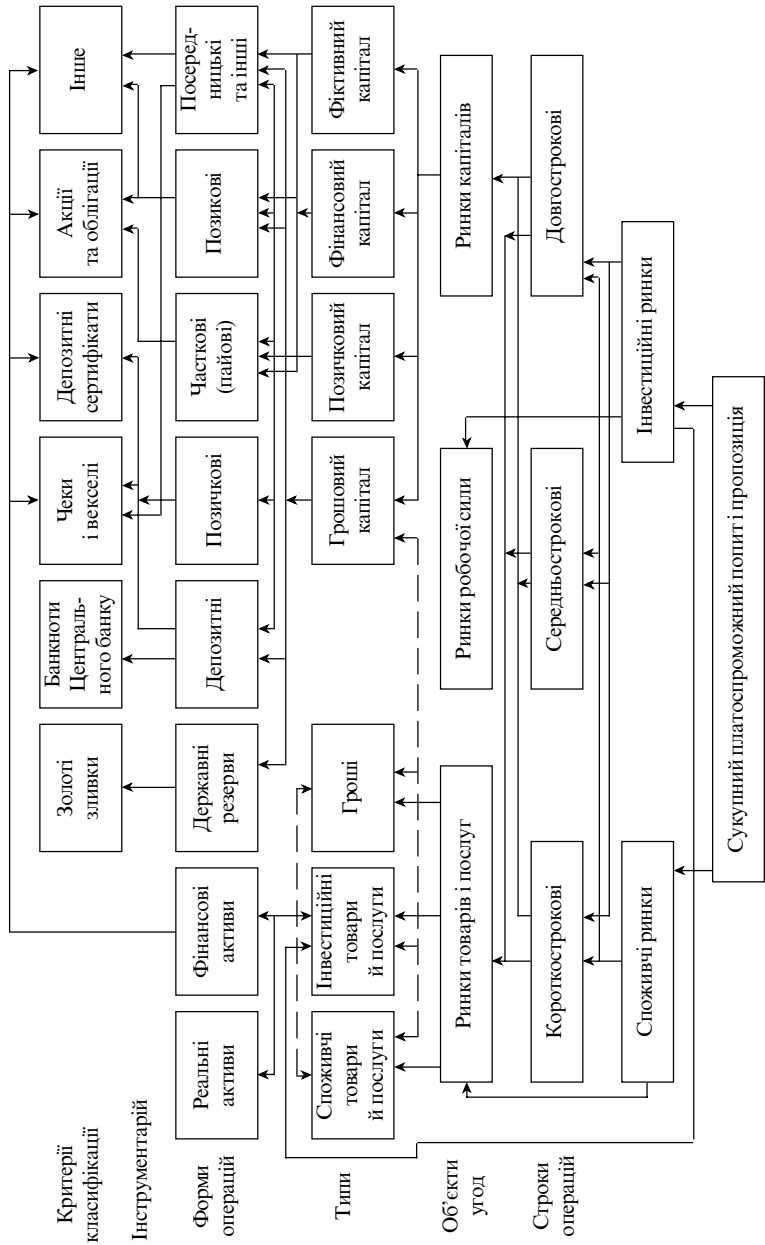


Рис. 22. Узагальнена класифікація ринків

Відповідно до наведеної класифікації за цільовим призначенням ринки поділяються на *споживчі й інвестиційні*; за строками здійснення операцій — *коротко-, середньо- й довгострокові*; за об'єктами угод — *товарів і послуг, робочої сили і капіталів*; за типами товарів — *споживчих товарів, інвестиційних товарів і особливого товару* — грошей, або *грошовий*; за типами капіталів — *грошового капіталу, позичкового, фінансового та фіктивного*.

Можна продовжити класифікувати ринки капіталів за формами операцій. Можна також виокремити приватну тезаврацію і державне резервування як операції на ринках грошового капіталу, депозитні і позичкові угоди, що укладаються на ринках позичкових капіталів, а також пайові, позикові, контрактні операції на фінансових ринках. Існують також різноманітні види матеріальних носіїв відносин на ринках капіталів: стандартні золоті зливки, банкноти центральних банків, чеки, векселі, кредитні картки, депозитні сертифікати, акції, облигації та інші цінні папери. Наведена класифікація дає можливість досить точно визначити місце фінансових ринків у ринковій економіці.

## **9.2. ФІНАНСОВИЙ РИНОК І КЛАСИФІКАЦІЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ**

Як бачимо з узагальненої класифікації ринків (рис. 22), значна частина керуючих впливів на економічні об'єкти здійснюється через фінансовий контур, а деякі з них формуються в самому контурі. Це, зокрема, процеси розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів, коштів за допомогою фінансового ринку.

Для сучасної ринкової економіки фінансовий ринок є “нервовим центром” економічного організму. За станом фінансового ринку можна судити про “здоров'я” економіки; впливаючи на фінансовий ринок, можна керувати економічною активністю суспільства.

Сучасний *фінансовий ринок* — це винятково складна структура з великою кількістю учасників — фінансових посередників, які оперують з різноманітними фінансовими інструментами і виконують широкий набір функцій з обслуговування й управління економічними процесами. А проте це ринок, на якому присутні продавці й покупці, є товар, що продається і купується. Але товар цей особливий — це гроші, надані в користування: тимчасово — у формі позик під зобов'язання, або назавжди — під акції [28].

Фінансовий ринок такий же багатоликий і різноманітний, як і загальний ринок, але предмет купівлі-продажу, по суті, один — гроші, надані в користування в різних формах. Господарські об'єкти, що мають надлишок коштів, дають їх суб'єктам, які потребують коштів.

Існує кілька способів класифікації фінансових ринків залежно від того, з яких позицій розглядаються фінансові угоди.

**За принципом оборотності** фінансовий ринок поділяється на *ринок боргових зобов'язань і ринок власності (debt and equity markets)*. На ринку боргових зобов'язань (наприклад, облигацій) гроші даються в борг на певний час. На ринку власності (наприклад, акцій) купують і продають право на одержання доходу від вкладених грошей. Покупець, який одержав право, стає співвласником організації (право сторони, що продала). Але завжди угода оформляється певним документом, який називають *цінним папером*.

**За характером руху цінних паперів** фінансовий ринок поділяється на первинний і вторинний. На *первинному* ринку продаються і купуються папери нових випусків, на *вторинному* — обертуються раніше випущені цінні папери. На первинному ринку цінні папери продаються, а на вторинному — перепродуються.

Вторинний ринок цінних паперів має особливо важливе значення для економіки. Він забезпечує вільне переливання фінансових коштів між господарськими суб'єктами. В активах кожної фірми, як правило, крім фізичного капіталу присутні цінні папери, раніше випущені іншими господарськими суб'єктами і придбані фірмою (корпорацією, концерном). Ці папери фактично становлять резервний капітал фірми. Якщо фірма потребує фінансових коштів, вона може продати частину своїх цінних паперів на вторинному ринку й одержати необхідні фінансові кошти. Якщо папери були продані за тією самою вартістю, що зазначена в активах, то за інших рівних умов капітал фірми не змінюється. Для збільшення фізичного капіталу фірма може здійснювати новий випуск власних цінних паперів.

У цілому перепродаж цінних паперів на вторинному ринку не змінює загального капіталу господарських об'єктів, тому що папери і фінансові кошти просто переходять від одного власника до іншого. Капітал — позиковий або власний — збільшується, коли фірми здійснюють нові випуски цінних паперів. Первинний ринок сприяє збільшенню капіталу і раціональному розподілу джерел нового інвестування. Вторинний ринок забезпечує гнучкість переміщення фінансових коштів, постійно під-

тримує раціональну структуру мережі інвесторів, істотно полегшуючи структурну реорганізацію економіки.

Первинний ринок існує в основному у вигляді розгалуженої мережі фінансових *брокерів* (офіційних посередників) і *дилерів* (осіб або фірм, що здійснюють торгове посередництво), вторинний ринок — це, як правило, фондові біржі й та частина брокерської і дилерської мережі, через яку проходять операції з перепродажу цінних паперів. На фінансовому ринку обов’язково діють професіонали.

Важливу роль вторинний ринок відіграє й у загальному управлінні економікою. Коли Центральний банк скуповує державні казначейські зобов’язання, він здійснює операції на вторинному ринку через спеціальних дилерів. Коли підприємці на виручені гроші купують нові випуски цінних паперів компаній через брокерів та інвестиційні банки, то ці банки діють на первинному ринку.

**За формою організації** фінансові ринки поділяються на організаційні та розподільні. Прикладом *організаційного* ринку є біржі, де представники клієнтів — брокери, які є членами біржі (або їх уповноважені — трейдери), фізично зустрічаються в торговому залі біржі й укладають угоди. На біржі в основному перепродуються так звані облікові акції, тобто акції обмеженої кількості найбільших і надійних компаній, що входять до біржового списку. Потрапити до списку — велика честь для компанії; для цього вона повинна відповідати певним вимогам за складом активів і біржовою поведінкою. Акції переважної більшості компаній продаються на так званому вуличному ринку або, як кажуть, “через прилавок”. Первинний ринок акцій, як правило, “вуличний”, *розподільний*. На “вуличному” ринку обертаються практично всі облігації. Сучасний “вуличний” ринок — це розподільна комп’ютеризована мережа брокерів і дилерів. Як представники клієнтів брокери зв’язуються між собою, укладаючи угоди практично по телефону. Брокери і дилери, які торгують на “вуличному” ринку, як правило, вузькоспеціалізовані за конкретним видом цінних паперів (наприклад, за державними казначейськими зобов’язаннями).

**За терміном надання грошей** фінансовий ринок поділяється на *ринок грошей* (*money market*) і *ринок капіталів* (*capital market*), тобто інвестиційних фондів. Зазначимо, що на ринку чинників виробництва (праця, земля, капітал) під капіталом розуміють фізичний капітал, а на ринку капіталів — інвестиційні фонди.

На ринку грошей обертаються короткострокові зобов’язання (терміном до одного року), в основному уряду і банків, на ринку капіталів —

довгострокові зобов'язання, випущені урядом, а також акції та облигації корпорацій. Перед тим як розглядати фінансові інструменти ринку грошей і ринку капіталів, наведемо їх найважливіші властивості, притаманні всім фінансовим активам: ліквідність, ринковий ризик та прибутковість.

Під **ліквідністю** розуміють властивість, спроможність фінансового ресурсу перетворюватися на гроші. Визначаючи ступінь ліквідності, звичайно враховують час, за який можна перетворити певний фінансовий ресурс на гроші, і витрати, пов'язані з таким перетворенням. Найвищий рівень ліквідності мають самі гроші. Для перетворення на гроші ощадного рахунку в комерційному банку потрібен час на оформлення документів і пересилання вимоги поштою. А для того щоб продати казначейське зобов'язання, потрібні й час, і найчастіше оплата брокерських послуг. Тому ощадні рахунки більш ліквідні, ніж казначейські зобов'язання. Під час продажу акцій крім оплати брокерських послуг можуть виникнути додаткові витрати, пов'язані із зниженням ціни акцій. Оскільки ринкові ціни казначейських зобов'язань більш стійкі, ніж вартість акцій, ліквідність казначейських зобов'язань вища, ніж акцій.

**Ринковий ризик** пов'язаний безпосередньо з можливістю не одержати вкладених у фінансові активи грошей. Розрізняють два види ризику. Ризик невиконання платіжних зобов'язань позичальником існує, коли позичальник ненадійний. Другий вид ризику пов'язують з коливаннями ринкових цін фінансових інструментів.

**Прибутковість** визначається як річний відсоток віддачі від вкладеної суми грошей. Для ощадного рахунку прибутковість фактично дорівнює річному відсотку, що його виплачує банк. Для облигацій прибутковість залежить від розміру оголошеного (купонного) відсотка і ринкової ціни облигації.

Перелічені характеристики фінансових коштів взаємопов'язані. Чим більш ризикові цінні папери, тим, як правило, вища їх прибутковість, тому що інвестори згодні вкладати гроші тільки під високий відсоток. Але чим вища ліквідність фінансових інструментів, тим за певного ризику під менший відсоток їх згодні купувати.



### 9.3. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У структурі фінансового ринку особливо вирізняється ринок цінних паперів. Таку назву він дістав тому, що об'єктом купівлі-продажу на ньому є дуже специфічний товар — цінні папери. Ринок цінних паперів — це частина фінансового ринку. *Цінний папір* — це своєрідний аналог грошей у вигляді грошового документа, що дає власнику гарантоване право на одержання певної суми грошей або засвідчує його право майнового володіння у встановленому стосовно зазначеного виду документа порядку.

В економіці СРСР цінними паперами вважалися тільки облигації державних позик.

З переходом до ринкової економіки в Україні почали з'являтися акції, облигації з купонами, сертифікати, інші види цінних паперів; виникли акціонерні товариства, фондові біржі, комерційні банки, що оперують цінними паперами. Проте ринок цінних паперів як частина загального фінансового ринку має пройти ще довгий шлях становлення і вrostання в ринкову економіку, що формується.

За природою *цінні папери* — це *боргові зобов'язання* організацій, юридичних осіб, що випустили ці грошові або товарні документи, перед особами, які купують такі документи. Зобов'язання передбачають виплату власникам цінних паперів прибутку у вигляді дивідендів, тобто відсотків. Таким чином, випускаючи і реалізуючи цінні папери, організація одержує суму реалізації в борг від того, хто її придбав. Цінні папери завжди містять якесь майнове право, здійснення якого можливе тільки за умови їх пред'явлення. Ця ознака юридичного характеру є єдиною для всіх видів цінних паперів. Суть її полягає в тому, що цінність паперу звичайно підкріплена майновим комплексом, який стоїть за нею, на частину вартості якого має право претендувати власник цінного паперу.

Випуск цінних паперів — важливе джерело залучення коштів для нових підприємств, мобілізації додаткового капіталу для вже існуючих підприємств, а також поповнення державного і місцевого бюджетів. Це своєрідний канал фінансування інвестицій.

Зазначимо, що запровадження різних видів цінних паперів у фінансово-грошовий обіг дає можливість без збільшення загальної грошової маси підвищити мобільність фінансових ресурсів, зосередити їх на найважливіших ділянках виробництва. Напрями інвестування, тобто вкладення коштів, визначаються на ринку попиту і пропозицій можливістю

отримання для інвесторів великого прибутку за рівного ризику вкладень. Випуск цінних паперів найчастіше й зосереджений у тих галузях і сферах, які обіцяють принести великий прибуток. Але перед тим як такий прибуток буде одержано, підприємцю доводиться вкласти у справу початковий, стартовий капітал. Цей капітал можна одержати і залучити саме за рахунок цінних паперів.

Особливого значення в Україні випуск цінних паперів дістав в умовах переходу державних підприємств у колективну і приватну власність шляхом приватизації. Основною формою, головним способом приватизації є акціонування.

Приватизація державних і муніципальних підприємств спроможна дати стимулу розвитку ринку цінних паперів. Він може забезпечувати вкрай потрібне переливання фінансових ресурсів, а цінні папери стають ефективним інструментом взаємного кредитування.

Іншу частину фінансового ринку становить *ринок банківських позичок*. Комерційні банки звичайно видають короткострокові позички (щонайбільше на рік). Випускаючи ж цінні папери, можна одержати гроші навіть на кілька десятиліть (облігації) або взагалі у безстрокове користування (акції). Цьому поділу фінансового ринку відповідає розподіл капіталу на *оборотний* та *основний*. Ринок цінних паперів доповнює систему банківського кредиту і взаємодіє з нею. Наприклад, комерційні банки дають посередникам РЦП позички для підписки на цінні папери нових випусків, а вони, у свою чергу, продають банкам великі блоки цінних паперів для перепродажу в роздріб. У деяких європейських країнах основну посередницьку роль на РЦП відіграють найбільші комерційні банки.

Частиною РЦП можна вважати *грошовий ринок*, на якому обертаються короткострокові (до року) боргові зобов'язання, переважно казначейські векселі (білети). Грошовий ринок забезпечує гнучке надходження готівки до скарбниці держави і дає можливість корпораціям та окремим особам одержувати прибуток на їх тимчасово вільні кошти. Без грошового ринку не може бути повнокровного фінансового ринку.

Як і інші ринки, РЦП складається з попиту та пропозиції і ціни, що їх зрівноважує. Попит створюється компаніями і віднедавна — державою, якій не вистачає власних прибутків для фінансування інвестицій. Бізнес і уряд щодо РЦП є чистими позичальниками (більше беруть у борг, ніж дають), а чистим кредитором — населення, особистий сектор, у якого з різних причин доходи перевищують витрати на поточне споживання

та інвестиції в матеріальні активи (переважно житло). Завдання РЦП — забезпечити якомога повніше і швидше переливання заощаджень в інвестиції за ціною, яка б влаштовувала обидві сторони.

Вирішити це завдання неможливо без участі посередників — брокерів та інвестиційних дилерів, які діють на РЦП. Тільки вони знають, у якому стані перебуває РЦП, коли, на яких умовах і які цінні папери випускати. Брокер зводить продавця з покупцем цінних паперів, одержуючи за це комісійні, а інвестиційний дилер купує цінні папери на своє ім'я і за свій рахунок, щоб потім їх перепродати. Виторг від перепродажу утворює його прибуток.

У країнах з ринковою економікою брокери й інвестиційні дилери так само необхідні, як банкіри або бухгалтери. Мало того, це престижна і високооплачувана професія. Нею займаються як окремі особи, так і фірми. Саме вони визначають обличчя сучасного інвестиційного бізнесу. Головною фігурою на РЦП є велика фірма, що інтегрує у своїй роботі брокерські та дилерські операції.

Спеціалізовані посередницькі фірми не мають єдиної, загальноприйнятої назви. Найчастіше їх називають *інвестиційними банками*, рідше — інвестиційними дилерами, інвестиційними домами або просто брокерськими фірмами. Ключовою тут є назва “інвестиційний банк”, яка вказує на те, що фірма має справу не з комерційним кредитом, а з інвестиціями у фінансові вклади.

Оскільки прибуток посередників залежить від обсягу торгівлі цінними паперами, вони не чекають, коли з'явиться клієнт, а шукають його самі. Цей невпинний пошук не дає можливості заощадженням “залежуватися” у потенційних покупців цінних паперів. У кожного посередника є клієнтура, з якою у нього встановлюються відносини особистої довіри і повної гласності (у протилежному разі бізнесу не буде). Свого агента на РЦП має як велика корпорація, що розпоряджається мільярдами, так і пересічний клерк, який бажає вигідно розмістити власні невеликі заощадження.

Перейдемо до розгляду цінних паперів. Їх поділяють на акції, облігації і похідні від них цінні папери.

**Акції** випускають корпорації; випуск акцій — це спосіб створення корпорації. Акція робить її утримувача власником частини майна корпорації, її співвласником. Випускаючи акції, корпорація набирає фінансової сили, що дає їй можливість здійснювати великі інвестиційні проекти. Власник акції одержує частину корпоративного прибутку, який називається

*дивідендом.* Дивіденд варіює залежно від розміру прибутку, пропорції між тією часткою, що зберігається, і тією, що йде на споживання, від інвестиційної політики корпорації та інших чинників. Дивіденд може зовсім не виплачуватися. Власник акцій має також інші господарські права, наприклад право голосу і право бути обраним у керівництво корпорації.

**Облігації** випускають як корпорації, так і уряд. Той, хто випускає облігації, зобов'язується виплатити у визначений строк і позичку (амортизацію), і позичковий відсоток, що становить, знову-таки, частину прибутку, одержаного завдяки позиції. На відміну від дивіденда відсоток залишається незмінним або незначно варіює у відповідь на зміну банківських ставок. Тому облігації іноді називають цінними паперами з фіксованим прибутком, або, як раніше казали, твердодохідними паперами. Відсоток виплачується рівними порціями протягом усього терміну дії позички. За деякими облігаційними позиками відсоток офіційно не нараховується (облігація не має купонів), а виплачується як різниця між ціною, за якою облігації купуються в момент погашення, і ціною, за якою їх продано.

Як бачимо, акції та облігації мають різні інвестиційні якості, тобто неоднакову привабливість для інвесторів. Облігації, як правило, забезпечують більше збереження заощаджень, ніж акції, і тому більш привабливі для людей обережних, консервативних. Особливо це стосується державних облігацій, забезпечених усією економічною силою держави, її величезною платоспроможністю. Однак власники облігацій звичайно позбавлені можливості примножувати свій капітал і швидко нарощувати прибутки, яку мають власники акцій. Водночас володіння акціями небезпечно фінансовими втратами. Тому акції привабливі для інвесторів прогресивних, готових ризикувати заради одержання високих дивідендів. Акції та облігації можуть бути взаємно оборотними, конвертованими, тобто акції можна у певних випадках обміняти на облігації і навпаки.

Існують також інші види цінних паперів, про які йтиметься далі. Одні з них мають широкий діапазон інвестиційних можливостей, інші спеціальне призначення.

Щодо надійності інвестицій і стабільності прибутку — а це основна мета інвестора — найоптимальнішими вважаються державні облігації, особливо казначейські білети. Далі йдуть приватні облігації і “сині корінці” — акції великих компаній, які регулярно виплачують дивіденди.

Отже, для існування ринку потрібні попит і пропозиція, посередники, система регулювання і саморегулювання. Попит на цінні папери визначається добробутом нації: що вищий рівень життя, то більша частина прибутку зберігається і більше людей купують цінні папери. Пропозиція цінних паперів визначається попитом. Але тут є одна обставина. Пропозиція менша в тих країнах, де держава більше втручається у виробництво, розподіл та обмін. У країнах з плановою економікою пропозиція практично відсутня. Якщо підприємство як державна власність одержує кошти з державного бюджету, то випускати цінні папери йому не потрібно.

Отже, тільки знявши підприємства з державного постачання і перебудувавши державні банки на комерційні можна дати імпульс розвитку ринку цінних паперів.

## **9.4. ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ГРОШОВОГО РИНКУ**

Грошовий ринок можна вважати частиною РЦП, на якому обертаються короткострокові (до року) боргові зобов'язання, переважно казначейські білети, комерційні папери, банківські векселі, обігові сертифікати вкладу, резервні вклади. Перелічені зобов'язання є фінансовими інструментами грошового ринку.

Грошовий ринок забезпечує гнучке надходження готівки до скарбниці держави і дає можливість корпораціям та окремим особам одержувати дохід на їх тимчасово вільні кошти.

Охарактеризуємо основні інструменти грошового ринку з погляду їх значущості на грошовому ринку.

**Казначейські короткострокові зобов'язання держави** (казначейські білети) — цінні папери, що засвідчують внесення їх власниками коштів до бюджету і дають право на одержання фіксованого доходу протягом усього терміну володіння цими білетами. Короткострокові казначейські зобов'язання випускаються терміном на 3–6–12 місяців на пред'явника. Виплата доходу за короткостроковими казначейськими зобов'язаннями здійснюється під час погашення зобов'язань через нарахування відсотків до номіналу без щомісячних виплат. Завдяки надійності, ліквідності і великій прибутковості казначейські короткострокові зобов'язання є дуже привабливим для інвесторів інструментом.

**Ощадний сертифікат** — письмове свідчення кредитної установи про депонування коштів вкладника, що дає право на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і відсотків за ним.

Ощадні сертифікати видаються на певний строк або до запитання. Вони можуть бути іменними або на пред'явника. Іменні сертифікати обігу не підлягають. Іменний сертифікат за бажанням власника може бути замінений сертифікатом на пред'явника.

**Вексель** — цінний папір, що містить зобов'язання фізичної або юридичної особи (векселедавця) про погашення у встановлений строк свого грошового зобов'язання (платежу) у визначеній сумі. Форма векселя, порядок його подання до оплати, обігу, права й обов'язки сторін і всі інші вексельні правовідносини регулюються законами. У процесі обігу вексель може передаватися від одного власника до іншого для погашення зобов'язань і подання до оплати. З розвитком ринкових відносин вексель перетворюється на універсальний кредитно-розрахунковий інструмент, що виконує функції кредитних грошей, засобу платежу, а як цінний папір стає об'єктом різних угод (купівлі-продажу, застави тощо). Векселі приймаються банками як забезпечення наданих позичок. Розрізняють векселі прості, переказні, комерційні, банківські та казначейські.

**Простий вексель** — це боргове зобов'язання, видане позичальником кредитору.

**Переказний вексель** крім реквізитів, що вказуються у простому векселі, містить письмовий наказ векселетримача про сплату в зазначений строк суми грошей, що фігурує у векселі, третій особі.

**Комерційні папери** — це короткострокові зобов'язання, що випускаються корпораціями з метою залучення коштів для фінансування поточних операцій (ними можуть бути і комерційні векселі). Як правило, у країнах з ринковою економікою корпорації продають ці зобов'язання через дилерів великим інвесторам на короткий час. Ринок комерційних паперів конкурує з ринком позик банків.

**Банківський вексель** — досить відомий інструмент у США; це чек, що виписується фірмою постачальнику за товар з умовою оплати у визначений строк у майбутньому.

Чек має банківську оцінку “акцептований”, що означає гарантію банку, на який виписано чек, оплатити його. Цим найвищий кредитний рейтинг банку гарантує оплату за чеком фірми, за що банк стягує певну акцептну плату і вимагає, щоб фірма внесла зазначену в чеку суму в межах встановленого строку. Оскільки такий вексель має високий ступінь гарантії, він звичайно успішно перепродується на вторинному ринку аж до

строку погашення. З огляду на те що оплата за чеком відбувається в майбутньому, він, так само, як казначейські білети, продається з дисконтом (обліковий відсоток) від зазначеної в ньому ціни. Найчастіше застосовується для оплати закордонним експортерам, які не дуже добре знають фірму, але абсолютно довіряють банку.

**Обігові сертифікати вкладу** широко застосовуються у США з 60-х років. Це документ, випущений комерційним банком, який підтверджує, що клієнт має строковий вклад. Строкові вклади дуже привабливі для банків, але мають низьку ліквідність для клієнтів. Для залучення строкових вкладів банки почали випускати обігові сертифікати. Тепер якщо клієнту потрібні гроші, він може продати сертифікат з невеликим дисконтом від суми вкладу будь-коли до закінчення терміну вкладу. Тим самим для клієнтів ліквідність строкових вкладів істотно збільшилася, а банки змогли залучити великі кошти.

**Банківські фонди** — це, по суті, резервні вклади комерційних банків у Центральному банку. Комерційні банки повинні мати певний рівень резервів, які зазвичай зберігають готівкою в себе і у формі вкладу в Центральному банку. Рівень резервів комерційних банків суворо контролюється. Якщо резерви нижчі за норматив, банк зазнає покарання; разом з тим мати резерви, що значно перевищують нормативні, банк не заінтересований, бо вони не приносять відсотків. Тому банки, у яких не вистачає резервів, купують їх у тих, хто має їх надлишок. Практично комерційні банки позичають один в одного під відсоток на короткий час зайві резервні вклади в Центральному банку. Ринок банківських фондів винятково чутливий до коливань попиту і пропозиції резервів; він відіграє важливу роль у “поширенні” активності Центрального банку на всі комерційні банки країни.

## **9.5. ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙ**

Ринок інвестицій є основною частиною не тільки фінансового, а й загального економічного ринку. За допомогою ринку інвестицій значно полегшується втілення капітальних вкладень у матеріальні, інформаційні та науково-технічні об'єкти.

Ринок інвестицій за змістом є ринком капіталу, вкладеного у виробництво, а точніше, у бізнес. У ринковій економіці нарівні з державним

капіталом функціонує банківський, комерційний, колективний, сімейний, особистий та приватний.

Для успішного функціонування ринку капіталу ринкова економіка виробила певні фінансові інструменти. Основні з них — акції, облигації корпорацій і місцевої влади, заставний кредит, а також середньо- та довгострокові казначейські зобов'язання. Охарактеризуємо ці фінансові інструменти в умовах функціонування ринкової економіки.

**Акція** — це зареєстроване право володіння частиною майна корпорації, акціонерного товариства, підприємства й одержання частини прибутку. Акції випускаються корпораціями і підприємствами з метою залучення капіталу. Купуючи акції, фізична або юридична особа стає співвласником корпорації або підприємства, що їх випустило, і набуває зазначених прав. Для власника акція — це безстроковий цінний папір, вона не може бути пред'явлена корпорації (підприємству) для повернення грошей, якщо корпорація (підприємство) не ліквідується. Акції корпорації існують доти, поки існує корпорація. Якщо власник акцій незадоволений доходами або йому потрібні гроші, він може продати акції на вторинному ринку за ринковою ціною. Для власників акції — це єдиний вид цінних паперів, що дають можливість нарощувати капітал, якщо компанія процвітає. Існують два основні типи акцій — звичайні та привілейовані.

*Звичайні* акції крім зазначеного права співволодіння майном і одержання частини прибутку пропорційно до кількості акцій забезпечують їх власнику також право голосу у прийнятті найважливіших рішень і право бути обраним до керівництва корпорації. Одна акція дає один голос. Доходи за звичайними акціями виплачуються з чистого прибутку, тобто після сплати податків залежно від розміру прибутку у вигляді дивідендів. Недолік звичайних акцій полягає в тому, що дивіденди виплачуються після сплати відсотків за привілейованими акціями. Розмір дивідендів визначається за залишковим принципом і може істотно коливатися. Крім того, при поділі майна внаслідок ліквідації компанії звичайні акції забезпечуються в останню чергу.

*Привілейовані* акції (префакції) дають право на одержання фіксованого (при випуску) дивіденду, що звичайно обчислюється як відсоток номінальної вартості префакції, але не дають права голосу. Привілей цих акцій полягає в тому, що виплачуваний відсоток не залежить від розподілу прибутку і виплачується з чистого прибутку перед виплатою дивідендів за звичайними акціями. Якщо прибутку недостатньо, то виплата



відсотків може бути затримана для нагромадження з подальшою виплатою разом з поточними відсотками при черговому оголошенні про виплату дивідендів. Існує кілька варіантів привілейованих акцій.

*Акції з привілеєм до активів.* Під час ліквідації компанії номінальна вартість цих акцій виплачується цілком тоді, коли виплачено вартість звичайних акцій. Такий привілей стосується також усіх нагромаджених дивідендів.

*Префакції з відкликанням.* Іноді корпорація залишає за собою право викупити префакції у власників за наперед обумовленою (і записаною в акційному сертифікаті) ціною. Наприклад, префакція номінальною вартістю 100 дол. за ціни відкликання 105 дол. Такі акції дають компанії значну гнучкість в управлінні фінансовою структурою капіталу. Момент викупу визначає компанія. Для власників акцій це не дуже зручно, і тому дивіденди за такими префакціями звичайно встановлюються вищі, ніж за акціями без відкликання.

*Конвертовані префакції.* Такі привілейовані акції можна перетворювати на звичайні за бажанням їх власників. Це робиться в заздалегідь обумовленій пропорції. Наприклад, акція номінальною вартістю 100 дол. обмінюється на 4 звичайні акції номінальною вартістю по 10 дол. Якщо ринкова ціна (на вторинному ринку) звичайної акції номінальною вартістю 10 дол. досягла, припустімо, 30 дол. з дивідендами 3 дол. на акцію, то власникові зазначених конвертованих акцій вигідно обміняти їх на звичайні.

Префакції випускаються насамперед тому, що вони дають можливість мобілізувати капітал, не позбавляючи права володіння корпорацією (вони не мають голосу). Крім того, на відміну від облігацій їх не треба викуповувати в зазначений строк, а щодо префакцій з відкликанням компанія сама вибирає строк викупу. Конвертовані префакції випускаються для того, щоб зробити їх привабливішими для інвесторів.

*Облігації корпорацій* — це боргові зобов'язання корпорацій, які випускають облігації з метою залучення позикового капіталу. Облігації звичайно випускаються корпорацією під заставу майна або активів. В окремих випадках облігації випускаються і без застави, але при цьому корпорація, що їх випускає, повинна мати або високий кредитний рейтинг, або поручництво солідної фінансової організації. Облігації випускаються під фіксований відсоток на певний строк, після закінчення якого облігація має бути погашена, тобто борг виплачений. Іноді борг виплачується в роздріб. Звичайно термін дії облігацій корпорацій становить

10–30 років. Проте на практиці можуть використовуватись облигації з відкликанням, що дає корпорації право погасити облигації раніше обумовленого строку. Деякі облигації конвертуються у звичайні акції за бажанням власників, що дає інвесторам певні переваги. Відсоток за такими облигаціями звичайно нижчий, ніж за неконвертованими. Облигації обертаються на вторинному ринку “через прилавок”. Первинними покупцями облигацій корпорацій, як правило, є страхові компанії, пенсійні фонди.

Корпорація — емітент облигацій — виплачує відсотки з балансового прибутку, тобто до виплати податків безпосередньо після розрахунків з банками. Відповідно виплачувані компанією відсотки за облигаціями зменшують оподатковуваний прибуток. Отже, завдяки прогресивній шкалі оподаткування корпорація заінтересована мати більше облигацій, ніж звичайних акцій.

Кошти, зібрані від випуску облигацій, збільшують активи (і фізичний капітал) компанії, але не збільшують її акціонерного капіталу. Тому часто керівництво компанії за допомогою фінансових операцій викуповує звичайні акції власної корпорації й анулює їх, а витрачені на викуп акцій кошти відшкодовує випуском облигацій. У результаті активи не змінюються, акціонерний капітал зменшується, а частка голосів у керівництва збільшується.

**Муніципальні облигації.** Місцева влада випускає облигації з метою мобілізації коштів, необхідних для фінансування суспільних проєктів: будівництва доріг, мостів, автовокзалів, аеропортів тощо. Відповідно до закону, що існує, наприклад, у США, відсотки за муніципальними облигаціями не оподатковуються. Тому інвестори охочіше купують облигації, а муніципальна влада сплачує малий відсоток, що вигідно для обох сторін. Відсоток за муніципальними облигаціями нижчий, ніж за казначейськими зобов’язаннями такої самої строковості. Власниками муніципальних облигацій звичайно є комерційні банки, компанії зі страхування майна і багаті приватні особи.

**Казначейські зобов’язання і казначейські облигації уряду.** Перші випускаються як середньострокові зобов’язання на строк від одного до 10 років, другі — на строк від 10 до 30 років. Це високонадійні й високоліквідні цінні папери. Вони є фінансовим інструментом для оформлення державного боргу. Велике значення має вторинний ринок казначейських паперів. Щодня на цьому ринку у США обертається казначейських паперів на суму понад 50 млрд дол. [26]. Тільки такий потужний ринок

може взяти на себе функцію регулювання економіки країни в цілому. Тому Центральний банк реалізує свою монетарну політику саме через цей ринок. Відсотки за казначейськими цінними паперами оподатковуються. Але інвестори охоче купують їх з огляду на надійність і ліквідність. Завдяки цим властивостям відсотки за казначейськими паперами, як правило, невисокі порівняно з іншими зобов'язаннями і найстабільніші в часі.

**Заставний кредит** — це, по суті, цільова позика під заставу майна, на купівлю якого вона дається. Традиційно застава кредит видається під фіксований відсоток і амортизується повністю після закінчення строку кредиту. Звичайно строк кредиту встановлюється на 20–30 років.

Ринок заставних кредитів найбільший на ринку капіталу.

## **9.6. ФОРМУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ**

Інфраструктура фінансового ринку — це складова фінансової діяльності ринкової економіки, яка створюється для обслуговування фінансового ринку і забезпечення його нормального функціонування. Виникненню фінансового ринку має передувати формування необхідної інфраструктури, яка містить, зокрема, фондові та валютні біржі, брокерські компанії, комерційні банки, інвестиційні та інноваційні фонди.

Охарактеризуємо конкретніше зміст діяльності кожного утворення.

**Фондова біржа** — це установа фінансового типу, основним завданням якої є зосередження в одному місці попиту і пропозиції цінних паперів та інших видів фінансових ресурсів; це форма ринку, на якому здійснюється купівля-продаж цінних паперів. Цим досягається, з одного боку, встановлення цін, курсу цінних паперів і виявлення потреб у фінансових ресурсах, а з іншого — вигідне інвестування, вкладення вільних коштів.

На фондовій біржі мобілізуються і концентруються тимчасово вільні грошові нагромадження та заощадження через продаж цінних паперів, а також здійснюється кредитування і фінансування державного і приватного секторів через купівлю цінних паперів. Біржа регулює процес перекидання фінансових ресурсів і капіталів. Концентрація операцій з цінними паперами на біржі дає можливість встановити на них такі ціни, які відображають рівень попиту і пропозиції.

Фондові біржі відіграють особливу роль і розвиваються в усьому світі завдяки інтенсивному створенню акціонерних підприємств. Офіційна фондова біржа в ринковій економіці може існувати як приватне акціонерне підприємство (США, Великобританія) або як державна організація (Франція).

На фондових біржах продаються і купуються акції та облігації акціонерних компаній, а також облігації державних позик. При цьому операції здійснюються як з раніше випущеними цінними паперами, так і з тими, емісія котрих щойно завершена, за умови, що вони зареєстровані на біржі.

Фондова біржа має статут, який визначає порядок управління, склад членів, умови їх приймання і структуру біржових органів. Біржовий комітет (рада керуючих) створює спеціальну комісію, яка вирішує питання про допуск нових цінних паперів до котирування. Умови одержання права котирування дуже жорсткі, але вигоди реєстрації на біржі великі. По-перше, ставши членом фондової біржі, корпорація розширює коло своїх акціонерів, одержуючи доступ до ресурсів найавторитетніших і найвпливовіших інвесторів. По-друге, підвищується престиж фірми, яка потрапляє у фокус уваги економічної преси і біржових зведень. Це забезпечує підвищення курсу її акцій, адже факт реєстрації можливий тільки після серії експертних перевірок на фінансову надійність і кредитоспроможність.

Біржа як організаційно оформлена структура має у своєму складі ряд ланок, підрозділів (біржові брокери, маклери). Крім того, у структурі біржі працюють звичайно довідкові та консультаційні бюро, нотаріуси, які оформляють угоди, та аукціоністи, які координують роботу.

**Валютні біржі** — це установи, де здійснюється купівля-продаж іноземної валюти і формуються поточні курси валют (валютні котирування) на основі фактичного співвідношення попиту і пропозиції. *Валютою* називається грошова одиниця країни, яка бере участь у зовнішньоекономічному обміні та інших формах міжнародних зв'язків, що потребують грошових розрахунків. Національна грошова одиниця (гривня, німецька марка, шведська крона, долар США та ін.) як валюта набуває міжнародної ціни — валютного курсу. У ролі валют виступають паперові гроші, які тією чи іншою мірою виконують функції світових грошей як заміники золота.

У межах Міжнародного валютного фонду (МВФ) створено правовий механізм для регулювання ринку взаємного обміну й оборотності (конвертабельності) валют країн-членів МВФ.

В основному функції валютних бірж аналогічні функціям бірж інших типів з урахуванням специфіки товару, що обертається на них: котирування валют, оформлення угод купівлі-продажу, регулювання міждержавного переливання капіталу. На валютних біржах, як і на всіх інших, здійснюються спекулятивні строкові угоди.

**Брокерські компанії і фірми** — це офіційні організації, що займаються посередницькою діяльністю під час укладення угод між покупцями і продавцями різноманітних товарів, валют, цінних паперів та інших цінностей на товарних і фінансових біржах. Вони діють за дорученням і за рахунок клієнтів, одержуючи за посередництво певну плату.

У сучасних ринкових умовах основну частину посередницьких операцій здійснюють великі брокерські фірми, що мають широкую мережу філій, тісно пов'язаних з банками. Світова практика виробила різноманітні категорії брокерської діяльності, серед яких найпоширенішими є валютні, страхові та біржові. *Валютні брокерські фірми* спеціалізуються на купівлі-продажу іноземної валюти незважаючи на те, що цей вид операцій в основному є сферою діяльності банків. *Страхові брокери* — це маклери, які підшують клієнтам, що мають потребу у певному виді страхування, найвигіднішу для цього компанію. До *біржових брокерів* належать ті, хто здійснює посередницькі операції з цінними паперами і товарами, які обертаються на біржі. При біржах виникають також різні консультаційні, рейтингові фірми й агентства з професійного керування індивідуальними портфелями цінних паперів.

**Комерційні банки** — це фінансові підприємства, які створюються на пайовій та акціонерній основі і здійснюють фінансово-кредитні й розрахункові операції за дорученням клієнтів на договірних засадах. Комерційні банки різняться за належністю статутного капіталу і способом його формування (у формі акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю, з участю іноземного капіталу, іноземних банків тощо), за видами операцій (універсальні та спеціалізовані), а також за територією діяльності (регіональні, республіканські та загальнонаціональні). Вони є суб'єктами позичкового (кредитного) ринку, де формується ціна (відсоток) за користування кредитними ресурсами.

Як зазначалося, комерційні банки залучають фінансові кошти від вкладників і використовують їх від власного імені для надання позик та кредитів і придбання цінних паперів. Вкладники — фізичні та юридичні особи — є власниками коштів, які вони надають банкам у користування. Залучення коштів оформлюється у вигляді чекових та ощадних

рахунків, строкових вкладів, різних рахунків за позиковими і взятими на зберігання коштами тощо. Стосовно банку такі рахунки та вклади є борговими зобов'язаннями під ці кошти і тому зараховуються до *пасивів*.

Банк зі свого боку готівкові кошти, включаючи власний акціонерний капітал, розміщує між *активами*. Частина з них — позики бізнесу і населенню, заставні кредити, придбані цінні папери — приносить відсотки, а готівка, вклади в Центральному та комерційних банках безвідсоткові.

Комерційні банки, що створюються в регіоні, безпосередньо контролюються територіальним резервним банком. Резервні банки є певною мірою самостійними територіальними центральними банками, що здійснюють власну політику дисконтної ставки відповідно до місцевих умов, але під наглядом ради керуючих. За характером і господарським статусом територіальний резервний банк — це корпорація, власниками якої є комерційні банки цього регіону, що формують її капітал на пайовій основі.

**Інвестиційні фонди** — різновиди кредитно-фінансових структурних утворень, що акумулюють кошти приватних інвесторів через емісію власних цінних паперів (зобов'язань) і розміщують їх в акції та облігації підприємств у своїй країні і за кордоном. Звичайно вони випускають великий пакет акцій під час створення компанії, а також набір боргових зобов'язань (облігацій). Залучені кошти інвестиційні компанії вкладають в акції корпорацій.

Інвестиційні фонди створюються у країнах колишнього СРСР. Вони покликані виконувати у процесі приватизації важливу двоєдину функцію: формувати первинний ринок цінних паперів і сприяти зниженню ризику при купівлі акцій. З цією метою інвестиційні фонди випускають власні акції. Купувати їх можуть окремі громадяни, використовуючи для цього як власні заощадження, так і кошти приватизованих вкладів.

Інвестиційний фонд має право володіти акціями окремих акціонерних товариств, спрямовуючи власні кошти у виробництва, які можуть забезпечити високу ефективність капіталовкладень.

Нині в Україні для діяльності інвестиційних фондів, що акумулюють приватизаційні кошти громадян і вклади інших покупців в обмін на акції власного випуску, створюються сприятливі умови.

**Інноваційні фонди** — це фонди фінансових ресурсів, створюваних з метою фінансування новітніх науково-технічних розробок і ризикових проектів як на безповоротній, так і на поворотній (кредитній) основі. Завдання інноваційних фондів полягає в тому, щоб надавати фінансову до-

помогу вченим і науковим колективам, вкладення коштів у розробки яких пов'язане з великим комерційним ризиком. Ці фонди утворюються в основному за допомогою спонсорських внесків підприємств, об'єднань, вітчизняних та іноземних фірм, банків. Розподіляються вони на конкурсній основі після розгляду заявок проєктів, що надійшли.

## **9.7. ФІНАНСОВІ ПОСЕРЕДНИКИ**

У ринковій економіці здійснюють свою діяльність різноманітні фінансові посередники, які взаємодіють на фінансовому ринку із суб'єктами господарювання, а також між собою. Вони відіграють важливу роль у переміщенні коштів, акумулюють невеликі, часто короткострокові заощадження численних власників, дають великі суми і на тривалий час тим, кому вони потрібні. Багато посередників мають унікальні риси, але всім їм властиве одне: вони випускають власні зобов'язання. У цьому значенні ні брокери, ні дилери, ні навіть біржі не є фінансовими посередниками.

Фінансові посередники звичайно поділяються на три великі групи: депозитні, контрактно-ощадні та інвестиційні.

Загальна характеристика посередників полягає в тому, що вони залучають кошти через відкриття чекових та ощадних, у тому числі й страхових, рахунків і використовують їх для надання різних позик, придбання кредитних заставних і цінних паперів держави та корпорацій.

До фінансових посередників *депозитного* типу належать комерційні банки, ощадно-кредитні асоціації, кредитні спілки, взаємні грошові фонди.

*Комерційні банки* є найпотужнішими установами депозитного типу. Пасиви комерційних банків складаються переважно з поточних вкладів та ощадних рахунків. Активи приблизно рівномірно розподілені між казначейськими зобов'язаннями, муніципальними облігаціями, позиками бізнесу, кредитами споживачам, заставними кредитами, готівкою і резервами. Відповідно до високої рухливості пасивів активи комерційних банків мають високу ліквідність. Банки—члени резервної системи перебувають під контролем Центрального банку. Банки, які не є членами резервної системи, все одно мають дотримуватися вимог щодо розмірів резервів. У зв'язку з величезною роллю комерційних банків у створенні кредитів і банківських грошей структуру і функції банківської системи докладніше розглянуто в підрозд. 1.7 та 2.5.

**Ощадно-кредитні асоціації** — це спеціалізовані фінансові організації, що залучають кошти через відкриття ощадних рахунків і використовують їх для надання цільових заставних кредитів. Аналогічно функціонують так звані *взаємні ощадні банки*. Але на відміну від асоціацій вони призначені для дрібних вкладників. Традиційно ці банки встановлюють верхню межу вкладів, розраховуючи на їх стабільніший потік. **Взаємні ощадні банки** обмежують номенклатуру активів в основному заставними кредитами, казначейськими зобов'язаннями і високонадійними облігаціями корпорацій.

Ощадно-кредитні асоціації і взаємні ощадні банки — це так звані небанківські фінансові організації, тобто вони не є банками.

**Кредитні спілки** — це відносно невеликі ощадно-кредитні організації, орієнтовані на надання споживчих кредитів. Створюються релігійними організаціями, професійними спілками тощо. Вони відкривають ощадні рахунки і надають позики своїм членам. Кредитними спілками керують вкладники, як правило, на громадських засадах.

**Взаємні грошові фонди** — це організації, що випускають “акції”, які, по суті, є вкладами з виплачуванням відсотком. На ці вклади клієнти можуть виписувати чеки. Сума, що виставляється в чеку, і розмір вкладу мають відповідати певним обмеженням. **Взаємні грошові фонди** залучають кошти від тисяч вкладників і використовують фонди на придбання дохідних цінних паперів (сертифікатів вкладів, казначейських білетів і комерційних паперів). На відміну від перелічених фінансових установ та організацій вклади у взаємних грошових фондах не страхуються, але завдяки високій ліквідності активів є досить надійним засобом заощадження, що приносить високі відсотки.

До фінансових посередників **контрактно-ощадного типу** належать компанії страхування життя і майна, різноманітні пенсійні фонди. Усі вони залучають кошти на основі вкладів відповідно до довгострокових контрактів, що укладаються між клієнтами і фінансовою організацією. Кошти, що залучаються, такі компанії вкладають у заставні кредити, акції та облігації корпорацій, казначейські зобов'язання. Структура портфеля активів залежить від ступеня надійності пасивів. Компанії страхування життя можуть дозволити собі мати низьколіквідні, але дохідні активи. Найліквіднішу структуру активів змушені мати компанії страхування майна. Принципово важливо, що джерелом прибутку таких компаній є не так перевищення суми вкладів над сумою виплат, як прибуток від вкладення залучених коштів у цінні папери.



До фінансових посередників *інвестиційного типу* належать взаємні фонди, інвестиційні компанії і траст-фонди. Усі вони реалізують механізм, який дає можливість відносно малопотужним інвесторам володіти диверсифікованим портфелем акцій.

**Взаємні фонди** — це компанії, що залучають кошти за рахунок випуску акцій і продажу їх населенню. Виручені кошти взаємні фонди вкладають у придбання акцій корпорацій бізнесу, забезпечуючи з огляду на високий професіоналізм своїх працівників широку диверсифікацію активів компанії і низьку вартість обслуговування операцій. На відміну від звичайних корпорацій взаємні фонди скуповують випущені ними акції на вимогу власників. Тому їх акції по суті є паями учасників, а самі вони називаються фондами. Орієнтація ділової активності взаємних фондів дуже різноманітна. Вони спеціалізуються на зберіганні інвестицій, купуючи заставні заставних кредитів, орієнтуються на високу прибутковість, збільшення капіталів.

**Інвестиційні компанії закритого типу** дещо відрізняються від взаємних фондів. Вони звичайно випускають великий пакет акцій під час утворення компанії, а крім того, — набір боргових зобов'язань (облігацій). Залучені кошти інвестиційні компанії вкладають в акції корпорацій. Якщо дохід від придбаних компанією акцій перевищує виплати за випущеними борговими зобов'язаннями (зобов'язаннями з фіксованим відсотком), то власники акцій компанії мають вищий прибуток на свої капітали. Тому ці компанії більшою мірою схильні до ризику, ніж взаємні фонди.

**Траст-фонди** історично створювалися з метою управління за дорученням майном і цінними паперами окремих осіб або організацій. Оскільки довірители часто є недосвідченими в тонкощах фінансового бізнесу, вони укладають контрактну угоду з траст-компанією, якій доручають управляти своїми активами за життя довіритель і на користь спадкоємців після їхньої смерті. Нині траст-компанії управляють не тільки активами підприємців і безприбуткових організацій, а й цінними паперами корпорацій. Наприклад, корпорація регулярно переказує траст-компанії кошти для створення так званого відкладеного фонду, за допомогою якого траст-компанія погашає облігації корпорації після закінчення строку їх дії. Траст-компанії можуть управляти добродійними і пенсійними фондами. Готівкові кошти траст-компанія вкладає, як правило, у такі консервативні цінні папери, як заставні заставного кредиту. Траст-фондами керують звичайно трастові відділи комерційних банків, що дає можливість банкам активно займатися не тільки кредитною, а й інвестиційною діяльністю.

На закінчення зазначимо, що навіть такий короткий перелік і опис функцій різноманітних фінансових посередників та інструментів показує надзвичайно складну структуру фінансового ринку, без якої неможливо ефективно управляти сучасною економікою. При цьому найважливішу роль відіграють ринки урядових цінних паперів і банківська система.

### ***КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ***

1. Які риси характерні для сучасного ринку?
2. Що таке сучасний фінансовий ринок?
3. Які критерії покладено в основу класифікації фінансових ринків?
4. Назвіть види цінних паперів та охарактеризуйте їх.
5. Охарактеризуйте основні інструменти грошового ринку з погляду їх значущості.
6. Назвіть основні джерела фінансування інвестицій.
7. Розкрийте зміст та сутність складових інфраструктури фінансового ринку.
8. Охарактеризуйте групи фінансових посередників та їх функції.

## **ФІНАНСОВИЙ КАПІТАЛ І ФІНАНСОВИЙ РИНОК**

---

---

- Ринок чинників виробництва і капіталу.
  - Інвестиційний капітал, його постачальники і споживачі.
  - Особливості кругообігу фінансових інвестицій.
  - Фінансовий капітал.
  - Загальна характеристика фінансових ринків у сучасній ринковій економіці.
- 
- 

### **10.1. РИНОК ЧИННИКІВ ВИРОБНИЦТВА І КАПІТАЛУ**

У сучасній ринковій економіці основними чинниками виробництва є *праця, земля, капітал і підприємливість* [26; 32]. Ці чинники в умовах ринкової економіки є специфічними товарами, що купуються бізнесом для виробництва маси продуктів і послуг за цінами, що формуються під впливом попиту на ці чинники з боку бізнесу і пропозиції чинників з боку господарських суб'єктів. Господарство — це узагальнений об'єкт споживчої сфери економіки. Основна його економічна функція — споживання кінцевих продуктів і послуг, вироблених бізнесом. Вибір як структурної одиниці споживчої сфери не окремої особи або населення країни в цілому, а об'єкта господарства визначається особливостями способу життя і структури споживання населення.

Розглянемо чинник капіталу. Під капіталом на ринку чинників виробництва розуміють фізичний капітал — використовувані у сфері виробництва будинки, споруди, машини, устаткування, запаси матеріальних цінностей у їх вартісному вираженні, тобто те, що називається вироб-

ничими фондами [10; 28; 34; 38]. Тому попит на капітал на ринку чинників — це попит фірм і підприємств на фізичний капітал, на засоби виробництва, що їх хочуть придбати ці фірми і підприємства, щоб збільшити свої прибутки. За причинами виникнення попит на капітал — це породжений попит на чинник-капітал, що дає можливість за фіксованих обсягів інших чинників збільшити обсяги виробництва товарів. За натурально-речовим втіленням — це попит на фізичний капітал, що дає можливість фірмам і підприємствам реалізувати власні інвестиційні проекти. За формою пред'явлення — це попит на інвестиційні фонди, що забезпечують вкладення необхідних фінансових коштів у інвестиційні проекти фірм і підприємств. Попит на капітал тільки виражається у вигляді попиту на фінансові кошти для придбання необхідних виробничих фондів. Це не попит на гроші як такі.

Економічним суб'єктом, для якого інтерес становлять гроші, є господарські об'єкти. Причина виникнення попиту на гроші полягає в потребі обслуговування поточних операцій господарських об'єктів.

Суб'єктом, що пред'являє попит на виробничий капітал, є бізнес, а причиною виникнення — необхідність залучення фінансових коштів для реалізації інвестиційних проектів [31]. Економічний зміст обсягу попиту на гроші та капітал різний незважаючи на одну одиницю вимірювання. Обсяг попиту на гроші — це потрібний для підтримання обігу запас грошей, а обсяг попиту на капітал — це сума грошей, необхідна для придбання виробничих фондів. Ціною капіталу в цьому разі є розмір віддачі з одиниці капіталу, що його бізнес згодний платити за наданий капітал. У практичному аспекті попит на капітал — це попит фірми або підприємства, які максимізують прибуток, на інвестиційні фонди, надані господарськими об'єктами з власних заощаджень за певний відсоток. Джерелом прибутку бізнесу з капіталу є віддача, джерелом прибутку господарських об'єктів з капіталу — виплачуваний відсоток. Послідовні короткострокові інвестиції (річні) сприяють збільшенню загального капіталу бізнесу в довгостроковому аспекті. Визначальним чинником виникнення довгострокового попиту на капітал є довгострокова поведінка підприємств, що прагнуть одержати стабільний потік прибутків. Між коротко- та довгостроковим попитом підприємств на капітал такі самі відмінності, як між коротко- та довгостроковою пропозицією товару підприємствами. Обидва типи попиту на капітал залежать від поведінки фірм і підприємств відповідно у коротко- та довгостроковому періоді.

Короткостроковий попит на капітал виникає при переході підприємства від одного варіанта потужностей до іншого за рахунок інвестування капіталовкладень у виробничі фонди. Довгостроковий попит породжу-

ється загальною тенденцією зміни виробничих потужностей з метою одержання прибутку.

По суті, короткостроковий попит — це потреба в додаткових вкладеннях, у прирості капіталу за рахунок інвестицій, а довгостроковий — це попит на загальний обсяг виробничого капіталу для одержання прибутку.

З огляду на специфічну форму надання капіталу у вигляді фінансових ресурсів у короткостроковому періоді попит на капітал і пропозиція інвестиційних фондів взаємодіють на фінансовому ринку (рис. 23).

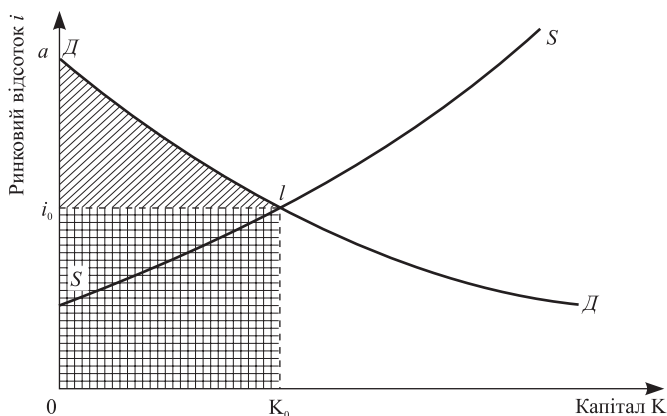


Рис. 23. Неперервна крива формування попиту на капітал

Перетин кривої короткострокової пропозиції заощаджень господарств для інвестування  $SS$  з кривою попиту на капітал з боку підприємств  $DD$  визначає рівноважний рівень відсотка  $i_0$ .

За такого відсотка ті обсяги коштів, що їх господарства зберігають у формі вкладів у фінансових структурах, звичайно рівні тим обсягам інвестицій, які бажає придбати підприємець для одержання прибутку.

У результаті надання заощаджень господарств підприємцю у вигляді інвестиційних фондів обсягом  $K_0$  річний прибуток підприємця визначатиметься площею  $i_0 a l$ , а щорічний прибуток господарств — площею прямокутника  $0i_0/K_0$ . При цьому підприємець реалізуватиме ті проекти, віддача від яких  $P \geq i_0$ .

Теоретично крива ринкового попиту на капітал є кривою породженого попиту з боку підприємств, тобто сукупною кривою маргіальної прибутковості капіталу, вкладеного з метою одержання прибутку в цілому.

Практично це залежність ефективності інвестиційних проектів, що їх у принципі можуть реалізувати підприємства на існуючому рівні техніки і технології, від значення сумарних інвестицій в одержання прибутку.

На рис. 24 проілюстровано принцип побудови цієї залежності. Для цього потенційні проекти підприємств (1А, 2Б, 3В і т. д.) ранжуються в порядку зменшення віддачі —  $P_1, P_2, \dots$ , визначаються обсяги сумарних вкладень для реалізації одного проекту:  $K_1 = C_1$ , двох проектів:  $K_2 = C_1 + C_2$ , трьох проектів:  $K_3 = C_1 + C_2 + C_3$  і т. д. Тут  $C_1, C_2, \dots$  — вартість проекту першого, другого та ін. Якщо ж якийсь підприємство має понад один варіант інвестиційного проекту, такі варіанти треба будувати як технічно незалежні. Це означає, що проекти можуть реалізовуватись у будь-якій послідовності й у будь-якій кількості залежно лише від обсягу залучених фінансових ресурсів. Неважко побачити, що коли попит на інвестиційному ринку формується під впливом попиту великої кількості підприємств при невеликому впливі кожного окремого підприємства, крива загального попиту на капітал  $DD$  практично стає неперервною.

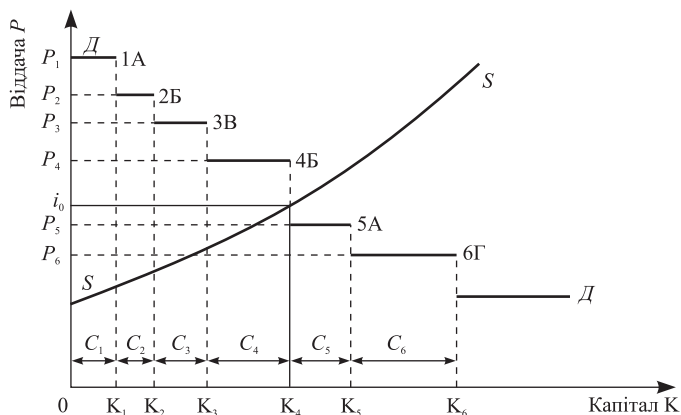


Рис. 24. Східчаста крива формування попиту на капітал

За інших рівних умов (рівень цін тощо) вигляд кривої короткострокової пропозиції  $SS$  істотно залежить від кількості “вільних” грошей  $M$  у господарств у поточному періоді в загальному обсязі заощаджень у довгостроковому аспекті.

Із збільшенням кількості “вільних” грошей у господарств пропозиція заощаджень зростає — крива  $SS$  стає більш пологою, гроші зберігаються

навіть за меншого відсотка. Із збільшенням загального обсягу нагромаджених заощаджень (короткострокова пропозиція заощаджень зменшується) за інших рівних умов крива зміщується вгору (рис. 25).

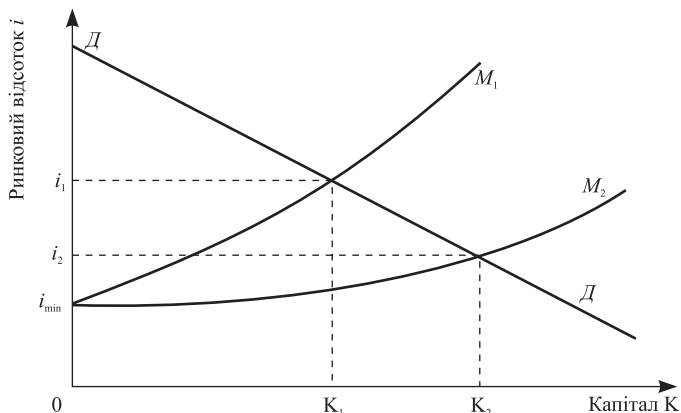


Рис. 25. Вплив кількості “вільних” грошей на пропозицію заощаджень

При такому самому загальному обсязі нагромаджених заощаджень розмір ринкового відсотка  $i$  в короткостроковому періоді залежить від кількості “вільних” грошей  $M$  у господарствах і в населення. Цей факт широко використовується Центральним банком для регулювання розміру відсотка.

Залежність мінімального розміру відсотка від загального обсягу нагромаджень господарств становить довгострокову пропозицію капіталу  $S_d S_d$ . Її взаємодію з кривою попиту на капітал з боку підприємств наведено на рис. 26.

Розглянемо докладніше цю взаємодію. Припустимо, загальний обсяг фізичного капіталу підприємств на початок розглядуваного короткострокового періоду дорівнює  $K_0$ , а ринковий відсоток —  $i_0$ . Протягом короткострокового періоду (року) певна частина фізичного капіталу зношується і підлягає заміні. Відповідні фінансові кошти господарство “повертає” як прибуток двома шляхами: у вигляді повернення позик (за позиковими інвестиціями на капітал) і у вигляді суми амортизації (з власного капіталу). Оскільки ринковий відсоток  $i_0$  істотно перевищує мінімальний відсоток  $i_0^{\min}$  при відповідному обсязі капіталу  $K_0$ , то у розглядуваному періоді згідно з кривою короткострокової пропозиції  $SS$

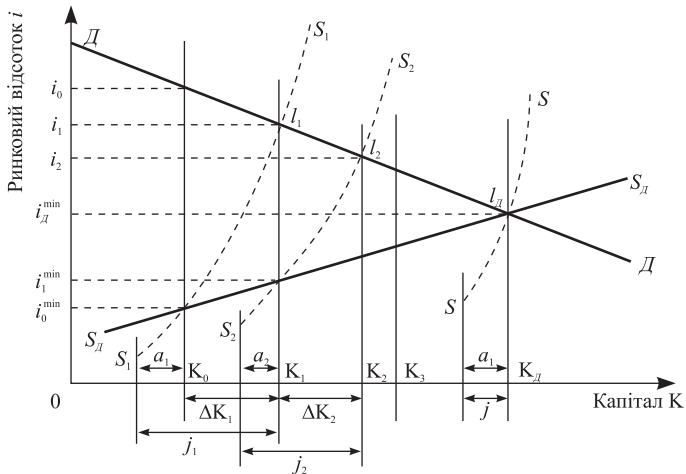


Рис. 26. Взаємодія попиту на капітал і пропозиції капіталу

господарства пропонуватимуть додаткові інвестиційні фонди. Через взаємодію попиту і пропозиції ринковий відсоток знизиться до  $i_1$ , а чистий приріст капіталу підприємства становитиме  $\Delta K_1$ . Разом з відшкодовуваною частиною фізичного капіталу обсяг валових інвестицій господарств у прибуток дорівнюватиме  $j = a_1 + \Delta K_1$ , а загальний капітал зросте до  $K_1$ . У наступному короткостроковому періоді процес інвестування в одержання прибутку повторюється, внаслідок чого за рахунок валових інвестицій  $j_2$  відсоток знизиться до  $i_2$ , капітал збільшиться до  $K_2$  і т. д. Теоретично при незмінному рівні техніки і технології, якщо крива попиту на капітал не змінюється в часі, можна досягти довгострокової рівноваги в точці  $I_D$ , за якої ринковий відсоток дорівнюватиме мінімальному відсотку  $i_D^{\min}$  при обсязі капіталу  $K_D$ . У цьому разі збільшення капіталу припиниться, а щорічні валові інвестиції будуть тільки відшкодовувати фізичний капітал, що вибуває.

Таким чином, взаємодія попиту на капітал з пропозицією капіталу відтворює в довгостроковому аспекті механізми, що діють на ринку чинника капіталу. Водночас взаємодія попиту на інвестиції з пропозицією інвестиційних фондів у короткостроковому періоді відтворює механізми ринку кредитів. Ринок інвестиційних фондів — це спосіб існування ринку капіталу. На рис. 26 обидва ринки сполучені. Тому незважаючи на те



що чинник-капітал має одиницю вимірювання запасу (грн.), обсяг річних валових інвестицій  $j$  має одиницю вимірювання потоку (грн./рік).

Розглянутий процес відбиває лише загальний напрям, загальну схему формування капіталу. Відповідно до цієї схеми ринковий відсоток має зменшуватись із збільшенням капіталу. Однак в економіці України цього не відбувається. У реальних умовах під впливом науково-технічного прогресу у зв'язку з появою нової техніки і технологій, виникненням нових видів споживчих продуктів і послуг попит на капітал зростає в часі — крива попиту в кожному короткостроковому періоді зміщується вправо вгору. У результаті ринковий відсоток не тільки не зменшується, а найчастіше збільшується.

Науково-технічний прогрес сприяє не тільки економічному зростанню і досить стабільному відсотку. Він спричинює й високий ризик вкладень у деякі інвестиційні проекти або підприємства в цілому. Мільйони господарств у принципі не можуть оцінити ризику вкладень у різні проекти. Саме високопрофесійні фінансові посередники — банки, фонди, брокери, акумулюючи заощадження населення і розміщуючи їх у формі надання позик або придбання облігацій корпорацій, покликані оцінювати ризик вкладень.

На ринок позикових фондів істотно впливає також очікування інфляції (рис. 27).

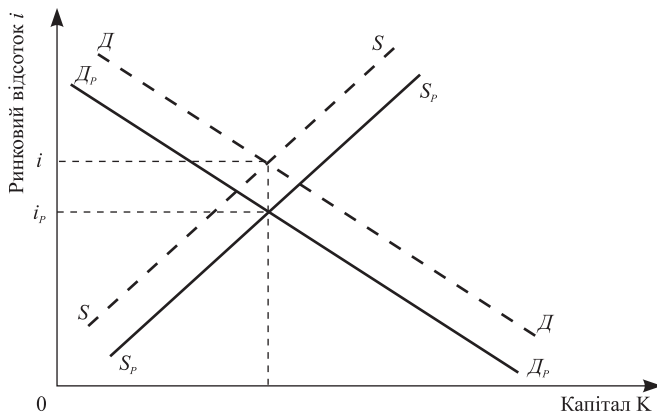


Рис. 27. Вплив інфляції на розмір ринкового відсотка

У зв'язку зі знецінюванням грошей у разі інфляції позичальнику віддавати борг значно легше, бо він фактично повертає меншу реальну вартість, ніж та, яку він брав у борг. В умовах інфляції підприємці, розраховуючи на підвищення цін на свою продукцію в майбутньому, підвищують попит на капітал, придбаний за поточними цінами, — крива попиту в цьому разі зміщується вгору. Фінансові посередники (і господарства), очікуючи на інфляцію і розуміючи, що повертатися буде менша реальна вартість, ніж та, яка позичалась, згодні давати позики під більший відсоток і зменшують пропозицію — крива пропозиції зміщується вліво вгору. У результаті ринковий відсоток збільшується. Звичайно вважається, що номінальний (ринковий) відсоток  $i$  перевищує реальний відсоток  $i_p$  на темп інфляції  $\beta$ , тобто  $i = i_p + \beta$ .

## **10.2. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ, ЙОГО ПОСТАЧАЛЬНИКИ І СПОЖИВАЧІ**

Капітал, як відомо, має три функціональні форми: грошову, продуктивну і товарну (Г—П—Т) [4; 9; 19; 20; 26]. Розглянемо *грошову форму*, яка розкриває процес кругообігу капіталу. Щоб розширити виробництво, тобто здійснити нові інвестиції, підприємство (підприємець) змушене вишукувати додаткові кошти, які називаються інвестиційним капіталом. Витрачається *інвестиційний капітал* на купівлю робочої сили, зняряд праці та інших елементів виробництва. У політекономії інвестиційний капітал називається грошовим. Інвестиційний капітал надходить з двох джерел: власних заощаджень підприємств і чужих заощаджень. Власні заощадження — це нерозподілений прибуток і амортизаційні відрахування, а чужі — це тимчасово “вільні” кошти інших підприємств, уряду і населення. Розглянемо чужі заощадження як об'єкт операцій із цінними паперами.

Заощадження перетворюються на інвестиції, як тільки вони потрапляють до рук тих, хто витрачає їх на купівлю елементів виробництва. Таке перетворення може бути прямим і непрямим. Наприклад, заощадження прямо перетворюються на інвестиції, коли фізична особа (сім'я) купує будинок, використовуючи для цього власний вклад у банку, або уряд будує дорогу, або підприємство вкладає власний нерозподілений прибуток у нові потужності. Цілком зрозуміло, що прямо перетворюватися на інвестиції можуть тільки власні заощадження, чужі повинні пройти непрямий шлях, що лежить через фінансовий ринок капіталу.

*Ринок капіталу* складається з грошового ринку і ринку інвестиційних фондів. Грошовий ринок поставляє обігові платіжні кошти державі та компаніям. Що ж відбувається на ринку інвестиційного капіталу? Заощадження, що надходять на цей ринок, утворюють два потоки. Один, менший, потрапляє до позичальників, минаючи посередників, інший, основний, спочатку потрапляє до посередників, а потім до позичальників. Перших іноді називають проміжними позичальниками, а других — кінцевими. Наприклад, банк позичає гроші в населення, а підприємство — у банку. Банк у цьому разі є проміжним позичальником, підприємство — кінцевим. Посередники, або проміжні позичальники, утворюють разом з іншими організаціями інституціональну структуру ринку інвестиційного капіталу. До неї ми ще повернемося, а зараз розглянемо деякі процеси, що відбуваються в інвестиційному капіталі.

Прикладом непрямой участі зберігачів в інвестиційному процесі є відкриття вкладу в банку або траст-компанії, що становить неконтрактну операцію, оскільки вкладник може легко вилучити гроші. Вкладаючи гроші в пенсійний фонд або страхову компанію, тобто виконуючи контрактну операцію, тому що такі вклади не безстрокові, люди так само непрямом підтримують інвестиційний процес. В обох випадках посередник зобов'язаний реінвестувати довірені йому заощадження з прибутком до моменту їх повернення власникові.

Капітал має три важливі властивості: він мобільний, вразливий і плинний, а тому винятково розбірливий і селективний. Він направляє туди, де уряди стабільні, інвестиційний клімат сприятливий і є певні можливості одержати прибуток. Аналізуючи ризики у країнах, звичайно розрізняють:

- політичну ситуацію (чи не буде країна втягнена в конфлікт);
- тенденції економічного розвитку (розглядають динаміку таких показників, як, наприклад, валовий національний продукт або індекс цін);
- бюджетну політику уряду (податки і витрати) і її вплив на заощадження й інвестиції;
- кредитно-грошову політику (грошовий обіг), покликану стабілізувати ціни і валютний курс;
- можливості для одержання прибутку на інвестиції, якщо ризик у тій чи іншій країні визнано прийнятним.

Через мобільність і вразливість капітал мігрує між регіонами і країнами залежно від змін у податковій, валютній, торговій політиці

та інших елементів середовища його перебування. Капітал плинний у світовому масштабі й не може бути примножений за рішенням того чи іншого уряду. Він скрізь має високий попит. Достатня пропозиція капіталу — запорука нормального розвитку будь-якої економіки і важливе завдання для будь-якої країни. Перетворюючи заощадження в інвестиції, ринок інвестиційного капіталу відіграє ключову роль у вирішенні цього завдання.

Заощадження — єдине джерело інвестиційного капіталу. Вони виникають тоді, коли прибутки корпорацій, підприємств, урядів та окремих громадян перевищують їх витрати. Корпорації (нефінансові) історично є найбільшими зберігачами, створюючи приблизно 60 % національного інвестиційного фонду в розвинених країнах. Але їх заощадження звичайно не надходять на ринок інвестиційного капіталу, набираючи форми нерозподіленого прибутку й амортизаційних відрахувань. Мало того, фінансові потреби корпорацій, як правило, перевищують їх заощадження. Тому на ринку інвестиційного капіталу корпоративний і підприємницький сектори відіграють роль чистого кінцевого позичальника.

Найбільшими постачальниками інвестиційного капіталу є індивідуальні зберігачі (населення). Особисті заощадження набирають форми банківських депозитів, сертифікатів пенсійних фондів, облігацій державних позик, корпоративних цінних паперів, страхових полісів тощо.

У розвинених країнах світу інвестори довіряють фінансовим закладам. Їх довіра ґрунтується на тривалій історії конструктивних і здорових взаємовідносин двох сторін і на законодавстві, що передбачає жорсткий урядовий контроль за діяльністю фінансових закладів та організацій. Тому останніми десятиліттями їх депозитна активність перебувала на високому рівні, збільшувалася кількість банків, траст-компаній, страхових компаній, пенсійних фондів, кредитних спілок та інших закладів, що акумулюють особисті заощадження. Кредитні заклади детально охарактеризовано в розд. 2.

Споживачами інвестиційних фондів є окремі особи, підприємці, бізнес та уряди. Індивідуальним споживачам капітал може знадобитися для фінансування житлового будівництва або купівлі товарів тривалого користування (автомобіля, земельної ділянки, дачі). Звичайно вони одержують капітал, позичаючи його у фінансових посередників (особисті позички, позички під заставу майна тощо). Але оскільки окремі особи не випускають цінних паперів, про них далі не йтиметься.

Найбільшим споживачем капіталу є бізнес, переважно корпоративний. Значну частину капіталу генерує саме він (нерозподілений прибуток та

амортизаційні відрахування), інша надходить від фінансових посередників, в основному комерційних банків, із ринку цінних паперів. Наголосимо, що ринок цінних паперів і фінансових посередників, які надають кредит, утворюють сегменти ринку інвестиційних ресурсів. Останні можна одержати, узявши банківський кредит або випустивши цінні папери. Кредитний ринок і ринок цінних паперів — це канали, по яких заощадження переливаються в інвестиції.

Великим споживачем капіталу є уряд і місцеві органи влади. Уряд також гарантує погашення боргів корпорацій і підприємств, що належать державі. У розвинених країнах законодавча влада забезпечує уряду конституційне право позичати гроші в корпорацій і населення, тобто парламент уповноважений створювати національний (державний) борг, використовуючи для цього рахунки уряду.

Усі інвестори — індивідуальні й інституціональні — прагнуть досягти певної мети, розміщуючи власні заощадження в ті чи інші види цінних паперів. Основними цілями інвесторів є безпека, прибутковість, збільшення і ліквідність вкладень.

Під безпекою розуміється невразливість інвестицій до потрясінь на ринку інвестиційного капіталу і стабільність одержання прибутку. Безпека звичайно досягається на шкоду прибутковості й збільшення вкладень. Найбезпечнішими є вкладення в облігації державних позик, що забезпечуються всією економічною могутністю і величезною платоспроможністю держави. Казначейські білети та інші короткострокові боргові зобов'язання держави також привабливі з цього погляду саме через близькість строку погашення. Казначейські білети практично виключають ризик для інвестора. Надійними є також облігації великих, добре відомих корпорацій. Найризикованішими є вкладення в акції молодій наукомісткій компанії. Проте вони можуть виявитись і найвигіднішими з погляду прибутковості та збільшення інвестицій. Інвестором, який ставить безпеку на перше місце, може бути особа, яка відкладає інвестиції на придбання житлового будинку.

Якщо інвестор прагне максимізувати прибуток на інвестиції, то йому, найімовірніше, доведеться пожертвувати безпекою, тому що дохіднішими є корпоративні цінні папери з низьким інвестиційним рейтингом.

### **10.3. ОСОБЛИВОСТІ КРУГООБІГУ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ**

Поняття інвестиції на практиці пов'язане з визначенням об'єктів вкладень, інвестиційного процесу, інвестиційної діяльності.

За об'єктами вкладень інвестиції поділяються на виробничі та фінансові.

**Виробничі інвестиції** — це вкладення цінностей у реальні активи, пов'язані з виробництвом товарів (послуг), з метою одержання прибутку (доходу). Цей тип інвестицій забезпечує приріст реального (фізичного) капіталу. Виробниче інвестування означає організацію виробничого процесу, тобто створення (придбання, будівництво тощо) виробничих потужностей і наймання робочої сили.

**Фінансові інвестиції** — це вкладення в цінні папери. На відміну від виробничого фінансове інвестування не передбачає обов'язкового створення нових виробничих потужностей і контролю за їх експлуатацією. У сучасних умовах фінансовий інвестор, як правило, не бере участі в управлінні реальними активами, покладаючись у цьому на фахівців-менеджерів. Тому процес фінансового інвестування зовні виражається у формі купівлі-продажу цінних паперів.

Існує також поняття “споживчі інвестиції”. В окремих зарубіжних економічних джерелах цей термін застосовується для позначення вкладень споживачів у товари тривалого користування або нерухомість. По суті, цей об'єкт вкладень споживачів не відповідає поняттю інвестицій, бо не передбачає одержання прибутку і збільшення капіталу. Ці вкладення доцільно оцінювати як форму заощаджень. Водночас вкладення в нерухомість можуть набрати й інвестиційних ознак. Наприклад, при високих темпах інфляції збільшуються і заощадження, тобто підвищується грошова оцінка нерухомості та товарів тривалого користування. Окремі такі вкладення можуть приносити прибуток за умови використання рухомого та нерухомого майна в комерційних цілях (наприклад, здавання квартири в оренду).

Відмінність інвестицій основних об'єктів інвестування — виробничих і фінансових — розкривається лише у процесі їх руху, інвестиційної діяльності.

Загалом інвестиційна діяльність охоплює такі етапи: формування нагромадження — вкладення ресурсів (інвестування) — одержання прибутку [29]. Одержання прибутку і приросту капіталу є основною метою інве-

сторів. Характеристики прибутку визначають усі параметри інвестування, тобто вкладення ресурсів. Відповідно до мети інвестиційної діяльності корпорації в ринкових умовах вирішуються такі інвестиційні завдання: по-перше, реалізується вибір інвестиційних проектів і здійснюється розміщення капіталів відповідно до обраних проектів; по-друге, здійснюється оптимізація або постійне коригування капітальної структури фірми залученням джерел зовнішнього фінансування (емісія цінних паперів, кредити банків); по-третє, формуються нагромадження і розподіляються дивіденди, завдяки обґрунтованій дивідендній політиці оптимізується пропорція між інвестиціями та дивідендами. Методи вирішення зазначених завдань і визначають показники процесу інвестування (основного етапу інвестиційної діяльності) кожної конкретної фірми.

В основі інвестиційної діяльності лежать перетворення інвестицій, що повторюються: приріст нагромаджень — витрати — приріст капітального майна — прибуток — інвестиції (нагромадження). Постійне відтворення цього ланцюжка перетворень становить кругообіг інвестицій. Однак існують особливості кругообігу виробничих і фінансових інвестицій.

Кругообіг виробничих інвестицій, виокремлюючись у стадії, породжує кругообіг фінансових інвестицій, що справляє зворотний вплив на кругообіг виробничих інвестицій. У результаті це приводить до злиття, нероздільності потоків виробничих та фінансових інвестицій у межах окремої корпорації і до їх остаточного виокремлення за межі підприємства на локальних і національних ринках капіталів. Схематично кругообіг інвестицій показано на рис. 28.

Відповідно до рис. 28 виокремлюють такі основні етапи руху виробничих інвестицій, або інвестиційного процесу: перший — реалізація інвестиційного попиту (нагромадження), тобто процесу створення виробничих потужностей; другий — процес виробництва продукції (інвестиційних або споживчих товарів, робіт, послуг); третій — реалізація продукції, одержання доходу; четвертий — розподіл доходу, формування інвестиційного попиту. Сукупність зазначених етапів руху інвестицій становить кругообіг інвестицій. З наведеної схеми випливає також, що інвестиційна діяльність відбувається як у сфері виробництва, так і у сфері обертання (обміну). У сфері виробництва інвестиційна діяльність означає створення нових інвестиційних товарів, що мають матеріально-речову форму. Це, зокрема, будівництво виробничих споруд і комунікацій, виробництво устаткування, видобування сировини, підготовка кваліфікованих кадрів тощо. Зазначена інвестиційна діяльність, тобто створення нових інвестиційних товарів, включається до складу кругообігу



Рис. 28. **Кругообіг виробничих інвестицій корпорації нефінансового сектору**

інвестицій конкретного підприємства тільки за умови її здійснення у власних виробничих цілях. Якщо ж нові інвестиційні товари виготовляються для інших економічних суб'єктів, то це різновид основної діяльності фірми.

В умовах високого рівня розвитку продуктивних сил, постійного поглиблення поділу праці, що зумовлює підвищення її ефективності, істотно зменшується потреба створення (будівництва, виробництва) інвестиційних товарів для організації власного виробничого процесу. Звичайно необхідні товари і послуги купуються на ринках інвестиційних товарів. Отже, у сучасних умовах інвестиційна діяльність відбувається переважно у сфері обміну і виражається у формі купівлі-продажу товарів та послуг на ринках інвестиційних товарів. Виходить, для ринкової економіки замкнутий на підприємство кругообіг інвестицій так само нехарактерний, як і замкнутий обіг продукту і доходу.

Навіть за умови рівномірного розширення кругообігу інвестицій, продукту і доходу на певному підприємстві залишається різною тривалість кругообігу на різних підприємствах. Крім того, при безперервному осіданні інвестицій (формуванні нагромаджень) у межах певного підприємства нові інвестиційні проекти воно реалізовуватиме дискретно.



Нагромадження не відповідатимуть обсягу реалізованих інвестицій, тобто витратам на реалізацію інвестиційних проєктів. Це призведе до нерівномірного збільшення кругообігів інвестицій, продукту і доходу. Така нерівномірність позначиться на капітальній структурі підприємства, що стане неоптимальною з погляду максимізації прибутку. В умовах конкурентних ринків покупців це, у свою чергу, може призвести до втрати позицій на ринку і навіть до банкрутства. Таким чином, різна тривалість кругообігів інвестицій на різних підприємствах, а також нерівномірність кругообігів інвестицій, продукту і доходу в межах одного окремо взятого підприємства зумовлює необхідність розширення інвестиційного процесу за межі підприємства, формування на основі одиничних, окремих кругообігів інвестицій єдиної інвестиційної системи.

Створення єдиної інвестиційної системи стає можливим з розвитком кредитної системи й інститутів ринку цінних паперів (фондового ринку). Кредитна система акумулює всі грошові нагромадження країни. Тим самим вирішується суперечність між нагромадженням та інвестиціями, що виникає під час організації виробничого процесу підприємцями — фізичними або юридичними особами. Це означає, що коли бракує власних нагромаджень, індивідуальний або інституціональний інвестор може одержати кредит у банку на інвестиційні цілі. І навпаки, за наявності тимчасово невикористовуваних нагромаджень інвестори можуть дати їх банку в борг на певний термін за певну плату (деPOSITНИЙ відсоток). Таким чином, істотно підвищується мобільність капіталів, зростає швидкість їх переміщення у сфери економіки з найвищою нормою прибутку. Водночас прискорюється процес вирівнювання норми прибутку в національному масштабі. Це дає можливість уніфікувати “ціну” позичкового капіталу як на грошових ринках, так і на ринках капіталів. Отже, формується суспільна оцінка граничної ефективності, результативності використання інвестиційних капіталів. Ця оцінка — позичковий відсоток — є індикатором інвестування в будь-якій формі, у будь-якій сфері економіки, визначає нижній граничний “поріг” прибутковості інвестиційних проєктів.

Така оцінка з’являється з розвитком акціонерних товариств, появою корпоративних цінних паперів. На відміну від “ціни” позичкового капіталу, що відображає суспільно необхідну норму винагороди за користування позиковими ресурсами, тобто граничну норму ефективності використання цього капіталу, оцінки прибутковості ринків інвестиційних товарів формуються під впливом інших системоутворюючих чинників.

До них належать насамперед вплив НТП, ступінь монополізації економіки, порядок регламентації операцій резидентів тощо [16; 17]. Особливо значущим чинником є вплив НТП; в основному під впливом цього чинника формується висока норма прибутковості на ринках ноу-хау, ліцензій, патентів, устаткування, сировини. Завдяки стимулюванню конкуренції продавців також збільшується прибутковість на різних ринках інвестиційних товарів. Тому, як правило, середня оцінка прибутковості інвестиційних товарів перевищує оцінку позичкового капіталу.

Водночас незважаючи на наявні відмінності, обидві “ціни” виникають на єдиній основі. Ця основа — принесений капіталом дохід (а капітал у будь-якій формі приносить дохід). Отже, з’являється база для порівняння всіх капіталів. Проте однорідний (грошовий) капітал технічно оцінити простіше. Така оцінка формується в міру розвитку національної кредитної системи, формування суспільного кругообігу позичкового капіталу із середньою ефективністю, зумовленою середньостатистичною оцінкою ефективності вкладень цього капіталу.

Фінансові інвестиції оцінюються за розміром принесеного ними доходу. З цього погляду всі цінні папери однорідні, вони становлять право на прибуток незалежно від того, у яку галузь або сферу економіки засвідчують вкладення позичкового капіталу. Капіталізована оцінка доходу, принесеного цінними паперами, і є власне ціною, або курсом, цих паперів. Рух курсу цінних паперів відбиває, з одного боку, стан і найближчі перспективи розвитку економіки в цілому (фаза циклу, рівень інфляції, стан платіжного балансу, дефіцитність держбюджету тощо), а з іншого — фінансовий стан конкретного підприємства–емітента зазначених цінних паперів. У такий спосіб реалізується суспільний взаємозв’язок ринків капіталів, ринків інвестованих товарів і рух реальних активів (дійсного капіталу) у процесі відтворення.

Звідси випливає, що замкнений кругообіг фінансових інвестицій у межах одного підприємства неможливий. Рух фінансових інвестицій — це відкрита система стосовно конкретного товаровиробника, тобто підприємство тут є тільки частиною системи, підсистемою взаємозв’язків вищого, суспільного порядку. Розглядаючи рух фінансових інвестицій у межах окремого підприємства лише як частину їх суспільного кругообігу, можна відобразити ту частину кругообігу, що охоплює кожне підприємство (рис. 29).

Як бачимо, конкретна компанія підключається до фінансового ринку у двох основних випадках: по-перше, за необхідності створення або коригування капітальної структури у бік підвищення її ефективності

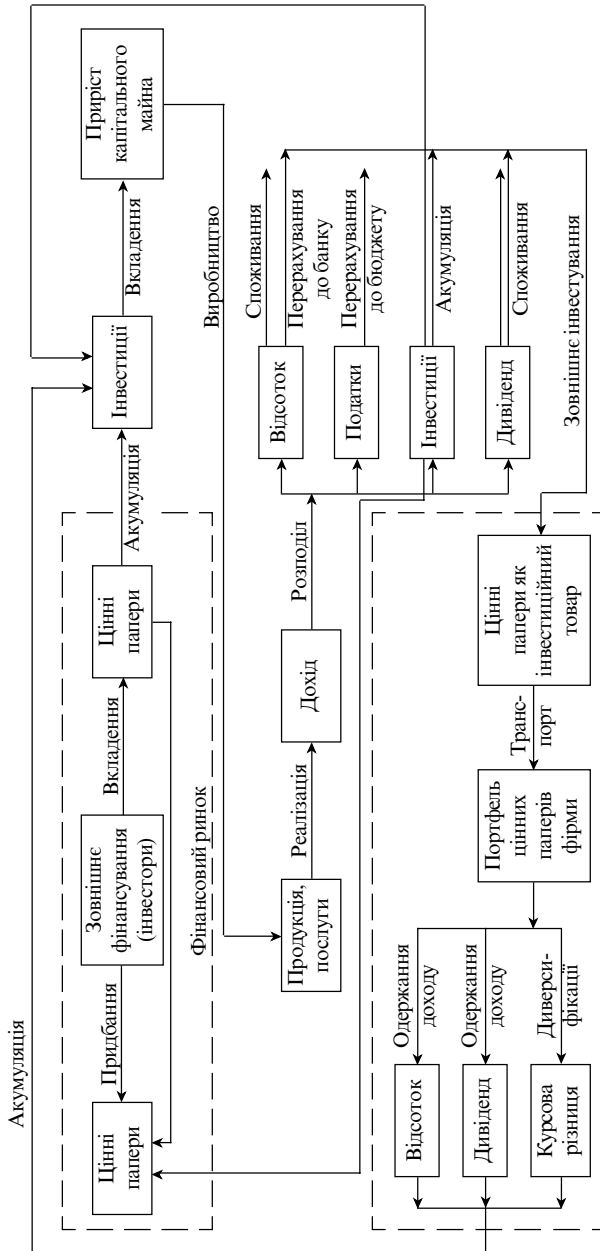


Рис. 29. Кругообіг фінансових інвестицій корпорацій нефінансового сектору

через емісію цінних паперів, переважно акцій та облігацій; по-друге, під час формування портфеля цінних паперів через купівлю-продаж цінних паперів інших корпорацій. Зазначені форми зв'язків кожного підприємства з фінансовим ринком мають постійний характер, тобто зв'язок з ринком підтримується постійно. Це зумовлюється насамперед тим, що в умовах розвиненої ринкової економіки емісія і розміщення власних цінних паперів серед певного кола інвесторів — основне джерело зовнішнього фінансування, особливо у фазах спаду і кризи. Цінні папери за окремими характеристиками є гнучкішим інструментом фінансування, ніж традиційний банківський кредит. Крім того, за допомогою емісій цінних паперів забезпечується найоптимальніша структура капіталів фірми, чого неможливо досягти, якщо орієнтуватися тільки на одне фінансове джерело, наприклад самофінансування за рахунок внутрішніх нагромаджень, коротко- та середньострокові банківські кредити тощо. З досвіду корпорацій розвинених країн випливає, що оперативно перебудувати капітальну структуру фірми з метою підвищення (максимізації) її оцінки можна тільки в разі комплексного використання різноманітних джерел фінансування.

Необхідність другої форми зв'язку з фінансовим ринком — формування портфеля цінних паперів корпорації — визначається такими самими основними причинами, тобто максимізацією оцінки підприємства.

Узагальнений аналіз кругообігу фінансових інвестицій показує, що будь-яке підприємство в ринковій економіці прямо пов'язане з фінансовим ринком і як емітент цінних паперів, і як інвестор. Будь-яка фізична особа, що має нагромадження, є інвестором. Таким чином, завдяки фінансовому ринку формуються зв'язки справді загального характеру, причому не тільки національного, а й міжнародного.

## **10.4. ФІНАНСОВИЙ КАПІТАЛ**

Фінансовий капітал як загальна форма взаємозв'язку ринків капіталів, ринків інвестиційних товарів і кругообігів дійсного капіталу у процесі відтворення формується як з боку інвестиційного попиту, так і з боку інвестиційної пропозиції. З погляду розвитку попиту фінансовий капітал є різновидом капіталу, однією з його еволюційних форм.

Фінансовий капітал втілюється в *акціях* і *облігаціях*. Існування цих цінних паперів підтверджує наявність фінансового капіталу. Звідси й

фінансові ринки як вища форма взаємозв'язку суспільного позичкового капіталу і дійсного капіталу того чи іншого суспільства є відображенням кругообігу фінансового капіталу. Основна лінія взаємодії цих двох класів суспільних капіталів проходить по точках найвищої ефективності вкладень, зумовленої прибутковістю, збільшенням капіталу, найменшим ризиком тощо. Отже, закономірним стає вплив руху фінансового капіталу на прискорення НТП.

Закономірності кругообігу фінансового капіталу визначаються характеристиками цінних паперів, зокрема акцій. *Акція*, як зазначалося, яка є водночас *свідченням інвестиції* (форма інвестування) і *індикатором прибутковості* інвестиційних товарів, об'єднує найефективніші інвестиційні ознаки позичкового та дійсного капіталу.

Найтісніше кругообіги дійсного та фінансового капіталу злиті при первинному розміщенні акцій, тобто під час руху акцій на первинних ринках. Обсяг емісії визначається, як правило, з огляду на конкретні цілі розміщення капіталу — на організацію нового виробництва, розширення діючого, його реконструкцію, НДДКР та ін. При цьому здійснюється прогноз прибутковості зазначених розміщень капіталу. Критерієм прибутковості, який визначає її нижню межу, є дивіденд, не нижчий від звичайного позичкового відсотка на витрачений капітал акціонера. Щоб досягти хоча б цього мінімуму прибутковості, треба ретельно продумати всі умови і фінансові наслідки започаткованої справи.

На вторинних ринках обсяги і швидкості обігу дійсного і фінансового капіталу можуть істотно різнитись. Звичайно внаслідок більшої швидкості обігу капіталу, втіленого в акції та інших цінних паперах, його обсяг перевищує обсяг дійсного капіталу, який послідовно проходить всі стадії відтворювального процесу.

Позичковий капітал, який користується інвестиційним попитом, на фінансових ринках протистоїть цінним паперам як інвестиційній пропозиції, тобто позичковий капітал трансформується у фінансовий. Таким чином, фінансовий капітал є формою вкладення позичкового капіталу.

Через специфіку первинних і вторинних ринків позичковий капітал вкладається двічі: уперше — у новоемітовані папери, залишаючи фінансові ринки і трансформуючись у дійсний капітал, вдруге — в операції з купівлі-продажу цінних паперів, постійно циркулюючи на фінансових ринках як резерв ліквідності. Причому на первинних ринках позичковий і фінансовий капітал рівної вартості протистоїть один одному. На вторинних ринках загальна маса позичкового капіталу, що обслуговує процес трансформації капіталів, набагато менша від маси фінансового.

Це пояснюється тим, що здійснюється взаємний залік вимог і зобов'язань за фондовими угодами, а позичковий капітал обслуговує тільки сальдо заборгованості.

Розмір фінансового капіталу, як правило, перебуває в оберненій залежності від норми позичкового відсотка. У цілому це визначається тим, що фінансові інвестиції є альтернативною формою вкладень позичкового капіталу порівняно з виробничими інвестиціями. Перерозподіл потоків позичкового капіталу на користь виробничого сектору веде до зменшення його обсягів на фінансових ринках.

З аналізу тенденцій формування і зміни фінансового капіталу випливає, що обсяг фінансового капіталу визначається нормами капіталізації потоків доходів. Збільшення норм капіталізації доходів у конкретних галузях економіки впливає на фінансовий капітал у зростаючому напрямі. І навпаки, збільшення ставок позичкового відсотка як граничної оцінки ефективності народного господарства в цілому знижує тиск на обсяг фінансового капіталу.

На норму прибутку конкретних галузей і на норму позичкового відсотка впливає багато різних чинників. Визначення сумарного впливу цих чинників у кожний певний момент уможливить прогнозування прибутковості і, отже, виявлення тенденцій зміни фінансового капіталу. При цьому слід урахувати, що прогноз зміни і прибутковості окремого підприємства та відсоткових ставок має ймовірнісний характер; стохастичного характеру набирає розмір капіталізації прибутку, бо він практично об'єднує два ряди ймовірнісних характеристик — ймовірність зміни норми позичкового відсотка і ймовірність зміни норми прибутку. Ці чинники в кожний певний момент формують цілком визначений сукупний капіталізований дохід, тобто фінансовий капітал. *Облігації*, як і акції, є представниками фінансового капіталу і як такі, з одного боку, є *формою вкладення позичкового капіталу*, а з іншого — *втіленням дійсного капіталу*. На інвестиційних ринках облігації мають форму інвестиційного товару, тобто є представниками наявного або майбутнього дійсного капіталу, в який він має трансформуватись як протилежний облігаціям на ринку позичкового капіталу. Продана облігація означає, що відбулась акумуляція позичкового капіталу на підприємницькі або державні потреби. Перепродана облігація або, точніше, облігація, що обертається на вторинних ринках, непрямо свідчить про трансформацію позичкового капіталу у фізичний і про одержання доходу. Основна *відмінність облігацій від акцій* полягає в тому, що перша забезпечує дохід непрямо, а друга — прямо.

Дивіденд за акцією є результатом розподілу прибутку. Щоб одержати дивіденд, треба мати прибуток, не нижчий за ставку позичкового відсотка. За відсутності прибутку підприємство не зобов'язане виплачувати дивіденди акціонерам, оскільки вони як співвласники цього підприємства однаковою мірою відповідають за результати його діяльності, тобто *дивіденди юридично не гарантовані*.

Інша річ — корпоративні облигації, що так само є формою зовнішнього фінансування підприємства. У цьому разі власник позичкового капіталу вже не хоче бути підприємцем, не хоче ризикувати, тим більше, що в нього є вибір: він може помістити власні заощадження в банк і одержувати прибуток у вигляді гарантованого відсотка, а може прямо, без посередництва банку, мати зв'язок з якимось конкретним підприємством і так само одержувати гарантований відсоток. Таке вкладення капіталу і за свідчується *корпоративною облигацією*. Прибуток або відсоток за облигацією буде вищий, ніж у банку, оскільки враховує компенсацію за ризик.

Ризик тут полягає в тому, що вибір зроблено на користь конкретного підприємця, а не на користь банку, який може вкласти кошти інвестор-вкладника в будь-яку галузь підприємницької діяльності або вилучити ці кошти і спрямувати їх в іншу сферу, якщо прибуток від початкового розміщення з якихось причин зменшиться. Отже, диверсифікуючи активи, банк надійніше від нефінансових корпорацій захищає вкладників від втрат коштів. Проте обидва вибори інвестора — вкласти у фінансову сферу чи в нефінансову — мають одну основу: гроші тут віддаються в борг, набирають форми позички або позики, а інвестор в обох випадках стає кредитором.

Кредитор не вкляде грошей, якщо не буде впевнений, що вони повернуться йому з приростом — відсотком. За відсутності прибутку в підприємства в поточному фінансовому році відсотки виплачуються з резервних фондів. З метою своєчасної виплати відсотків і амортизації боргу (порцій погашення облигаційного капіталу) багато підприємств формують спеціальні фонди.

Державні облигації, або облигації державного боргу, емітуються державою для мобілізації коштів на загальнодержавні потреби в разі нестачі стабільних надходжень до державного бюджету, і насамперед податків. Держава може стати позичальником, емітуючи облигації та інші зобов'язання, оскільки в неї є джерело для виплати відсотків та амортизації боргу. У такому разі власник державної облигації стає власником паю в майбутніх доходах держави, тобто в майбутніх податках та інших платежах.

Таким чином, він є власником частки “потенційного капіталу” держави, але не є власником частки в реальних фінансах держави, акумульованих у державному бюджеті. Але водночас, якщо будь-яка грошова сума здатна приносити прибуток, то держава може стати і кредитором, надаючи певним категоріям позичальників кошти державного бюджету в борг.

На основі аналізу суті ознак фінансових інвестицій і фінансового капіталу у процесі генезису цих категорій можна досить обґрунтовано визначити природу утворення фінансового капіталу. **Фінансовий капітал** — це економічна категорія, що виникла в результаті вирішення суперечності між позичковим капіталом (інвестиційним попитом) і дійсним (інвестиційною пропозицією). Суть цієї суперечності полягає в недостатній еластичності пропозиції позичкового капіталу стосовно попиту на нього на ринках інвестиційних товарів. Зазначена нееластичність зумовлювалася насамперед відсутністю досить ефективного, тобто дієвого механізму переливання капіталів між галузями і територіями, заморожуванням позичених коштів в інвестиційному процесі, що призводило до невідповідності темпів розвитку ринків інвестиційних товарів. У результаті утворювалася неоптимальна капітальна структура підприємств і знижувалася норма прибутку. Ця обставина, у свою чергу, безпосередньо торкалась інтересів інвесторів, насамперед кінцевих зберігачів, які розміщували власні заощадження в банки в депозитній формі та змушені були задовольнятися граничною нормою винагороди — депозитним відсотком.

Зазначену суперечність було вирішено на основі розвитку акціонерної власності, появи акцій та облігацій як форми мобілізації капіталів з будь-яких джерел (форми інвестицій) і водночас як документів, що засвідчують право на одержання прибутку, тобто як універсальних інвестиційних товарів. Зосередження в одному об’єкті двох полярних властивостей, характерних ознак позичкового і дійсного капіталу породило нову якість — фінансовий капітал. Матеріальними носіями відносин, що виражаються фінансовим капіталом, є акції, облігації і похідні від них форми. Рух цих цінних паперів відбиває рух фінансового капіталу. Сукупний курс зазначених паперів є фінансовим капіталом.

А оскільки курс цінних паперів постійно коливається під впливом очікувань інвесторів щодо зміни норми прибутку підприємства–емітента цих паперів, а також зміни ставки позичкового відсотка, то коливається й розмір фінансового капіталу. Він має змінний, нефіксований характер, тому може змінюватись у широких межах. У цьому розумінні обсяг



фінансового капіталу — це розмір потенційний. Практично реалізуються тільки приріст капіталу під час перепродажу цінних паперів (курсова різниця) і виплачені дивіденди й відсотки.

Фінансовий капітал, відбиваючи в сукупності кругообіги позичкового і дійсного капіталу, постає як перетворена, капіталізована форма інвестиційного товару. Фінансовий капітал зрівнює за ступенем однорідності інвестиційні товари та інвестиційний (позичковий) капітал і тим самим перетворює абстрактний інвестиційний товар у капітал. Це дає можливість порівнювати за ступенем ефективності позичковий і фінансовий капітали, що, у свою чергу, зумовлює перетворення позичкового капіталу на специфічний різновид інвестиційного. Саме тут закладено можливості подальшої еволюції капітальних форм на основі зрощування позичкового і фінансового капіталу, появи нових генерацій фінансового капіталу.

Однак треба мати на увазі, що водночас із позитивними властивостями фінансового капіталу, такими як еластичність інвестиційного попиту стосовно пропозиції, мобільність, він має і зворотний бік — уразливість. Будь-яка зміна попиту і пропозиції на фінансових ринках, що набирає форми припливу або відпливу запропонованих для перепродажу цінних паперів, а також припливу і відпливу позичкового капіталу, який циркулює на цих ринках, безпосередньо позначається на розмірі фінансового капіталу. Найяскравіше вразливість як наслідок його високої мобільності, швидкого реагування на попит і пропозицію виявляється в умовах нестабільних економічних ситуацій — швидкого підвищення або падіння темпів розвитку.

Вразливість фінансового капіталу породжує широкий розвиток спекулятивних операцій на фінансових ринках, що призводить до неможливості визначення його загального розміру, неможливості виокремлення кругообігу фінансового капіталу з кругообігів дійсного і позичкового капіталу. У цілому з огляду на такий підхід фінансовий капітал характеризується як *фіктивний*.

Це поняття запровадив у науковий обіг К. Маркс. Так він обґрунтовує власну позицію щодо сутності фінансового (фіктивного) капіталу: *“Якщо це державні папери, вони суть капіталу тільки для того, хто їх купив, для кого вони становлять, отже, ту ціну, за яку він їх купив, становлять його капітал, вкладений у ці папери; самі вони є не капіталом, а простими борговими зобов’язаннями; якщо це іпотеки, то вони є просто посвідченнями на одержання майбутньої земельної ренти, а якщо акції, то*

*вони є просто титулами власності, що дають право на одержання майбутньої доданої вартості. Усе перелічене не суть дійсного капіталу вартості, не утворює жодної складової капіталу... Це простий титул на капітал”.*

За часів К. Маркса, коли тільки з’явилися перші форми фінансового капіталу, вони і вважались певною надбудовою над рухом реального капіталу. В Україні в перехідний період до ринкової економіки ця ситуація схожа з часом К. Маркса, і тому його позиція для України справедлива. Отже, матеріальні носії відносин фінансового капіталу в перехідний період не утворюють жодної складової капіталу.

Тільки тоді, коли категорія фінансового капіталу в нашій державі досягне сучасного рівня розвинених країн, ціна (курс) цінних паперів відбиватиме очікувану прибутковість дійсного капіталу з урахуванням його попередньої (минулої) прибутковості. Таким чином, фіксуватиметься, оцінюватиметься не наявність певної вартості (дійсного капіталу) як минулих вкладень капіталу і витрат праці, а його робота, віддача, ефективність функціонування. Тільки в цих умовах можна досягти цільового прагнення всіх інвесторів — максимізувати прибуток на основі зрівняння норм прибутковості різних інвестиційних товарів, що надходять через ринки цих товарів у виробництво і функціонують там як дійсний капітал. Звідси і фінансовий капітал — це сукупність дійсного капіталу, універсальна форма інвестиційного товару, через який позичковий капітал перетікає у виробництво в напрямках найбільшої ефективності його використання. І в цьому розумінні фінансовий капітал є *дійсним капіталом*, формою вкладення позичкового капіталу.

Оскільки фінансовий капітал є капіталізованою формою інвестиційного товару, тобто має однорідну форму матеріальних носіїв, що різняться тільки за прибутком, то він набирає ознак позичкового капіталу, стає його різновидом [48]. Таким чином, фінансовий капітал — це водночас і позичковий капітал. У сучасних умовах в розвинених ринкових країнах позичковий капітал дедалі більшою мірою перероджується, набираючи фінансової форми. Отже, фінансовий капітал є вищою формою розвитку капіталу, він поєднує ознаки позичкового і дійсного капіталу.

## **10.5. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФІНАНСОВИХ РИНКІВ У СУЧАСНІЙ РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ**

Фінансовий ринок — це відносини між населенням, підприємствами (філіями) і державою з приводу перерозподілу вільних коштів на основі повної економічної самостійності, механізму саморегуляції ринкової економіки, внутрішньо- та міжгалузевого переливання фінансових ресурсів. Він доповнює і коригує бюджетний метод, що був єдиним в умовах планової економіки.

З практичного погляду фінансовий ринок означає операції з цінними паперами і може охоплювати як окрему країну, так і регіон або економічний міждержавний простір.

Оскільки операції з цінними паперами здійснюють конкретні економічні суб'єкти, як правило, організаційно оформлені, то існує інституціональна структура фінансового ринку, що є сукупністю інвестиційних фірм і фондових бірж.

У ринковій економіці існує два типи операцій: *первинне розміщення* і *вторинний ринок*. За допомогою операцій на первинному ринку задовольняється попит на позичковий капітал з боку підприємств. Переливання позичкового капіталу в конкретну галузь здійснюється шляхом емісії і розміщення цінних паперів. У цілому на первинному фінансовому ринку протистоять один одному позичковий і фінансовий капітали однакової вартості.

На відміну від процесів переливання капіталів безпосередньо у сфери конкретного підприємства на первинних ринках на вторинних ринках власність переважно перетворюється на капітал. Вторинні ринки, реєструючи кон'юнктуру, виокремлюють основні напрями нових вкладень, тобто переливання капіталів між галузями і територіями.

У сучасних умовах пріоритет віддається таким інвестиційним якостям цінних паперів, як стабільна прибутковість, швидкий приріст вкладеного в папери капіталу і їх ліквідність. У розвинених країнах такі якості найбільшою мірою мають акції, що займають нині основне місце у списках фондових бірж. Оскільки акції менш надійні порівняно з іншими цінними паперами, то на біржі одержують доступ акції тільки великих корпорацій, що займають надійне становище на ринках і мають стабільний фінансовий стан.

Таким чином, вибір кращих цінних паперів, що безперервно відбувається протягом усієї еволюції фінансових ринків, породжує *ринки організовані (фондові біржі)* і *неорганізовані*. Неорганізовані ринки завжди орієнтуються на біржі щодо якості та котирування цінних паперів. У результаті формується цілісна система фінансових ринків, де роль універсального індикатора ринкової кон'юнктури виконує фондова біржа.

Ефективність виконання двох основних функцій фінансового ринку — індикатора кон'юнктури і переливання капіталів — залежить переважно від ліквідності ринку і ступеня його монополізації. *Ліквідність фінансового ринку* означає його місткість, тобто спроможність залучення цінних паперів. Місткість ринку визначається насамперед кількістю учасників фондових угод. Чим більше учасників — як емітентів (закладів або підприємств, що здійснюють емісію цінних паперів), так і інвесторів, тим більші обсяги угод з цінними паперами, швидший їх обіг, ширші можливості контролю за професійними працівниками.

*Неліквідний ринок* характеризується невеликою кількістю учасників, незначним вибором цінних паперів, малим обсягом угод, істотним розривом між цінами покупців і продавців. Неліквідний ринок не відбиває повною мірою рух дійсного і позичкового капіталів і, отже, дає викривлене уявлення про ринкову кон'юнктуру. Тим самим рух фінансового капіталу набирає хаотичного, часто випадкового характеру, оскільки втрачає орієнтири вигідних вкладень.

Неліквідний фінансовий ринок характерний, як правило, для країн із слаборозвиненими ринковими відносинами, а також для країн з високим рівнем монополізації ринку.

Підвищенню ліквідності фінансових ринків значною мірою сприяє їх спекулятивна форма. Якщо на первинних ринках спекулятивна складова набирає форми встановленого прибутку, то на вторинних є грою на курсовій різниці.

Спекулятивна складова, ґрунтуючись на безперервних коливаннях співвідношення попиту і пропозиції, позначається на зміні курсів цінних паперів. Насправді спекулянти або гравці не тільки користуються змінами курсів, а й самі постійно впливають на зміну співвідношення попиту і пропозиції. Спекуляція фондовими цінностями — процес безперервний, самовідтворювальний.

Позитивний вплив спекуляції на ліквідність фінансового ринку полягає в тому, що вона розширює місткість ринку, залучаючи в обіг нові й нові цінні папери і забезпечуючи додатковий приплив позичкового капіталу. Причому приплив капіталу відбувається за рахунок мобілізації

власних нагромаджень спекулянтів (гравців) у процесі розрахунків за курсовими різницями і кредитування фондових угод (банківські позички, депортні та репортні угоди).

Спекулятивні угоди, збільшуючи ринковість цінних паперів, сприяють інтенсифікації припливу позичкового капіталу на фінансові ринки, підвищенню курсів цінних паперів, пожвавленню кон'юнктури. Це ще більшою мірою посилює швидкодію механізму переливання капіталу.

На ефективність функціонування фінансового ринку істотно впливає також ступінь його монополізації, що має своєрідні форми прояву. Це зумовлюється, по-перше, однорідною фінансовою формою вираження інвестиційного попиту і пропозиції, по-друге, — відокремленням фінансових ринків від ринків конкретних інвестиційних товарів. Монополізація фінансових ринків є “несумлінною” спекуляцією. В умовах монополізації фінансовий ринок перестає бути індикатором загальноекономічної структури. Це означає, що фінансовий ринок викривлено відображає процеси, що відбуваються у сфері виробництва та руху реального капіталу. Очікування інвесторів і тенденції руху дійсного капіталу, що зумовлює майбутню прибутковість, не збігаються, тобто потоки позичкових капіталів і далі спрямовуються в галузі, де вже відбулося граничне насичення капіталом. Це, у свою чергу, призводить до максимально можливої відповіді до місткості цього ринку розширення обсягу пропозиції певних товарів і до зниження цін на них. У результаті зменшуються обсяги продажів, доходи і дивіденди.

Швидкодія механізму переливання капіталів на вторинних ринках посилюється ще й тому, що на основі індикації курсових співвідношень, здійсненої фондовими біржами і системами позабіржових ринків, відбувається постійна диверсифікація індивідуальних портфелів цінних паперів. Таким чином, ефективність функціонування фінансових ринків забезпечується в сучасних умовах переважно за рахунок розширення функцій “поділу праці” між окремими організаційно відособленими ланками загального ринку.

Первинні ринки, переважно у формі позабіржових ринків, в умовах розвинених країн є основним каналом ліквідності для корпорацій нефінансового сектору. Дедалі підвищується значення цього джерела ліквідності й для комерційних банків, інших інститутів фінансового сектору. Первинні ринки виконують роль амортизатора циклічності, своєрідного фінансового буфера. Ця роль зовні відображається у зміні обсягів і структури емісії у різних фазах економічного циклу. Так, у фазі кризи в корпорацій нефінансового сектору виникає гостра потреба у грошовому

капіталі для обслуговування платоспроможного обсягу. Оскільки у кризовому періоді показники платоспроможності та кредитоспроможності підприємств різко погіршуються, зменшуються можливості одержання короткострокового банківського кредиту. Відбувається поступове переорієнтування з короткострокових джерел фінансування у формі банківських кредитів на довгострокові у формі облігаційних позик. З практики розвинених країн випливає, що в умовах кризи у структурі емісії різко збільшується частка облігацій.

Фінансовий ринок як спосіб поєднання інтересів інвесторів і емітентів діє через систему інститутів. У розвинених країнах вирізняють такі типи ринків: *фондові біржі*, *білябіржові (паралельні)* та *позабіржові ринки*, у складі яких виокремлюють *ринки роздрібних* та *оптових операцій* інвестиційних корпорацій. Фондові біржі становлять офіційний (організований) ринок.

За основними характеристиками до фондових бірж близькі так звані білябіржові (паралельні) ринки. Це створювані при великих біржах спеціальні підрозділи зі зниженими (порівняно з біржовими) вимогами до компаній — емітентів акцій і до характеристик випусків акцій. Прикладами організації таких підрозділів є “ринок некотируваних цінних паперів” при Лондонській фондовій біржі, “паралельний ринок” при Амстердамській фондовій біржі, “другий ринок” при Паризькій біржі.

Інші типи ринків становлять у сукупності *неофіційний (неорганізований) ринок*, тобто ринок неформальний, який не має фіксованого місця. У країнах з високорозвиненими ринковими відносинами, наприклад у США, неорганізований ринок поділяється на два великі блоки. Перший здійснює операції дилерсько-брокерських фірм з різноманітною клієнтурою або між собою. Звичайно ці фірми є членами якоїсь, найчастіше великої, біржі. За діяльність на фінансовому ринку вони одержують комісійні. Другий блок неорганізованого ринку становлять фірми, які не є членами бірж і не отримують комісійних. Клієнтами цих фірм є великі інституціональні інвестори, зазвичай фінансові заклади, що здійснюють операції з великими пакетами цінних паперів (оптові операції). Оскільки зареєстровані на біржі брокерські фірми обмежені в масштабах укладування угод, то оптовий ринок обслуговують незареєстровані фірми, що спеціалізуються тільки в певній галузі.

Зворотним боком підвищення мобільності великих капіталів є прискорення процесу вирівнювання середньої норми прибутку в масштабах суспільства. Зовні це виражається у вирівнюванні прибутковості всіх типів інвестицій, що починає коливатися навколо ставки позичкового відсотка

як оцінки граничної ефективності інвестицій. Як показує світова практика, розрив у прибутковості вкладень може досягатись одним із шляхів: монополізацією ринку, стимулюванням інновацій, подальшим підвищенням мобільності капіталу на основі генерації нових фінансових інструментів, а також через спеціальні керуючі впливи з боку держави.

Керуючий вплив держави може поширюватися на сферу як виробничих інвестицій, так і фінансових. Для переважної більшості емітентів та інвесторів, включаючи й державу як кредитора і позичальника, можливість одержання додаткового капіталу і прибутку реалізується через фінансові інновації. Останні становлять процеси конструювання і запровадження в обіг нових фінансових інструментів, систем інструментів, технологій фінансового інвестування тощо, ще більшою мірою підвищуючи гнучкість реакції фінансового ринку на кон'юнктурні впливи. При цьому істотно підвищується роль чинників суто ринкового ризику, зокрема інфляційних і кон'юнктурних очікувань інвесторів.

Вважаємо, що у перспективі ринок позичкових капіталів, який існує нині у двох складових — як грошовий ринок і як ринок капіталів, — перетвориться на єдиний фінансовий ринок з тісними взаємозв'язками всіх його елементів. Це зумовлює необхідність збалансованого єдиного керування всіма потоками капіталів на основі тісної індикації ринкової кон'юнктури. У цьому зв'язку ще більше підвищиться роль фондової біржі як реєстратора і регулятора кон'юнктури. Водночас розвиватимуться інвестиційні та фінансові інститути, які функціонують за принципом єдності всіх грошових потоків і тому надзвичайно широко диверсифікують свою діяльність у сфері не тільки фінансових, а й виробничих інвестицій.

Отже, проаналізувавши генезис фінансового ринку, можна зробити таке узагальнення: по-перше, будь-яка економічна система, що ґрунтується на ринкових відносинах, має пройти певний шлях розвитку, еволюціонувати у вищі форми; по-друге, “революційні” методи впровадження вищих форм ринкових відносин у неадаптовану до ринку економічну систему не дадуть позитивних результатів. Навпаки, можуть стати генератором нестабільності. Щоб цього не сталося, за будь-якої економічної системи треба ретельно порівнювати її ринкові можливості, ступінь готовності до ринку з різними моделями організації ринкових відносин. Тільки на цій основі може виникнути ефективна економіка ринкового типу. Адаптаційні можливості економіки України до існуючих моделей ринкових відносин буде досліджено далі.

## 10.6. СТРАХУВАННЯ І ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ

Одним з основних джерел внутрішніх інвестицій є страхування. Виникнення і розвиток страхування були підпорядковані основному його призначенню — задоволенню різноманітних потреб людини через систему страхового захисту від випадкових небезпек. У страхуванні реалізуються певні економічні відносини, що виникають між людьми у процесі виробництва, обігу, обміну й споживання матеріальних благ.

Негативні прояви стихійного характеру сил природи й суспільства, пов'язані з матеріальними втратами, сприймаються людьми насамперед як випадкові події, однак їх періодичне настання свідчить про те, що вони мають об'єктивний, закономірний характер, пов'язаний із суперечностями економічних відносин і проблемами техногенного характеру.

Відшкодування збитку, викликаного руйнівним характером взаємодії сил природи й суспільства, породжує необхідність встановлення певних відносин між людьми щодо запобігання, подолання й обмеження руйнівних наслідків стихійних лих. Такі об'єктивні відносини людей, що спрямовані на забезпечення безперервного і безперебійного виробничого процесу, на підтримання стабільності й стійкості досягнутого рівня життя, становлять економічну категорію *страхового захисту*. Специфіка страхового захисту визначається такими ознаками:

- випадковий характер настання стихійного лиха чи іншого прояву руйнівних сил природи;
- вираження збитку в натуральній або грошовій формі;
- об'єктивна потреба у відшкодуванні збитку;
- реалізація заходів щодо запобігання і подолання наслідків конкретної події.

Сутність економічної категорії страхового захисту полягає в акумулюванні та витрачання ресурсів для захисту від впливу ризиків і відшкодування пов'язаних з ними витрат.

Внаслідок усвідомлення людиною і суспільством загалом необхідності страхового захисту формувалися страхові інтереси, через які почали виникати певні страхові відносини.

Змістом страхових відносин було створення й використання ресурсів страхового фонду незалежно від конкретної форми його організації.

У міру розвитку суспільства страхові відносини дістали цивільно-правове закріплення, що дало змогу регулювати їх правовими методами.

Згідно із Законом України “Про страхування” “страхування — це вид цивільно-правових відносин щодо захисту майнових інтересів громадян



та юридичних осіб у разі настання певних подій (страхових випадків), визначених договором страхування або чинним законодавством, за рахунок фондів, що формуються шляхом сплати громадянами та юридичними особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій)” (Уряд. кур’єр. — 1996, 18 квіт.).

Відшкодування збитків здійснюється з коштів страхового фонду, що перебуває у віданні страхової організації. Об’єктивна потреба в страхуванні зумовлюється тим, що збитки іноді виникають унаслідок руйнівних факторів (стихійних сил природи), що не передбачають цивільно-правової відповідальності. У такій ситуації неможливо стягувати збитки, і вони “осідають” у майновій сфері самого потерпілого. Заздалегідь створений страховий фонд може бути джерелом відшкодування збитку. Страхування доцільне тільки тоді, коли передбачені правовідносини страхувальника і страховика страхової події (ризика) викликають значну потребу в грошах. Страхові відносини закріплюються в письмовій формі — *договорі страхування* — як цивільно-правова угода.

З огляду на те, що страхування характеризується багатьма специфічними поняттями, велика увага приділяється класифікації страхування.

В основу класифікації покладено відмінності у сферах діяльності страхових компаній, у підходах щодо забезпечення страхового захисту майнових інтересів фізичних і юридичних осіб, у визначенні об’єктів страхування, обсягів страхової відповідальності, у формах здійснення страхування тощо.

Найважливішим є поділ страхування на дві великі сфери діяльності залежно від спеціалізації страховки: *страхування життя і загальні види страхування*. Така класифікація важлива з точки зору вибору страховика.

Сприяючи розвитку заощаджувальних видів страхування, держава у такий спосіб впливає на вирішення соціальних проблем. Розглянемо основні функції страхування.

*Інвестиційна функція.* Через формування страхового фонду вирішується проблема інвестицій тимчасово вільних коштів у банківські й інші комерційні структури, вкладання коштів у нерухомість, придбання цінних паперів тощо. З розвитком ринку страхування удосконалюватиметься і розширюватиметься механізм використання тимчасово вільних коштів. У країнах з розвинутою ринковою економікою страховики більшу частину прибутку одержують не від страхової діяльності, а від інвестиційної. Основне завдання страховиків — збільшити кількість страхувальників і використати страхові премії для інвестиційної діяльності.

*Превентивна функція (попередження страхового випадку або зменшення наслідків страхової події).* Передбачає широкий комплекс заходів, у тому числі фінансування заходів щодо недопущення чи зменшення негативних наслідків страхових випадків, стихійних лих. Сюди також належить правовий вплив на страхувальника, закріплений в умовах укладеного договору страхування і спрямований на його дбайливе ставлення до застрахованого майна.

*Ризикова (випадкова) функція.* Страхування завжди прив'язане до можливості настання страхового випадку, тобто страхуванню притаманний випадковий характер відносин. При настанні страхового випадку, обумовленого договором або законом, страховик звертається до страхувальника з вимогою про відшкодування наслідків ризику.

*Створення страхових фондів (резервів) і їх використання.* Страхування можливе, якщо у страховика є кошти для покриття збитків. Страховий фонд (капітал) створюється з внесків страхувальників як плата за ризики, що їх беруть під свою відповідальність страхові компанії.

Страхування передбачає замкнутий перерозподіл збитку за допомогою спеціалізованого грошового страхового фонду, утвореного за рахунок страхових внесків. При страхуванні виникають перерозподільні відносини щодо формування і використання цього фонду. Право на відшкодування збитку мають тільки ті особи, що є учасниками формування страхового фонду. Відшкодування збитку через зазначену функцію здійснюється фізичним чи юридичним особам у рамках наявних договорів страхування. Порядок відшкодування збитку визначається страховими компаніями виходячи з умов договорів страхування і регулюється державою (ліцензування страхової діяльності). За допомогою цієї функції реалізується об'єктивний характер економічної необхідності страхового захисту.

Страховий фонд може формуватися як в обов'язковому, так і в добровільному порядку. Держава, виходячи з економічної і соціальної обстановки, регулює розвиток страхової справи в країні.

Згідно із Законом України "Про страхування" договори добровільного страхування укладаються відповідно до правил страхування. Правила страхування при добровільній формі страхування розробляє самостійно для кожного виду страхування. Правила страхування визначають загальні умови і порядок здійснення того чи іншого виду добровільного страхування. Добровільне страхування передбачає, що всі моменти договору страхування визначаються згодою сторін.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Охарактеризуйте основні чинники виробництва ринкової економіки.
2. Як формуються попит і пропозиція на капітал?
3. З чого складається ринок капіталу?
4. Основні властивості капіталу.
5. Основні споживачі інвестиційного капіталу.
6. Види інвестицій.
7. Що є основою інвестиційної діяльності?
8. Що таке кругообіг інвестицій?
9. Що таке фінансовий капітал? Основні його властивості.
10. Функції фінансового ринку в сучасній ринковій економіці.
11. Основні функції страхування.
12. Страховий фонд.

## **Розділ 11**

# **РОЗВИТОК ОРГАНІЗАЦІЙНО-ГОСПОДАРСЬКИХ СТРУКТУР У РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ ТА УПРАВЛІННЯ ЇХ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ**

---

---

- Основи формування організаційно-господарських структур і утворення в них фінансового капіталу.
  - Показники фінансової стабільності й інтенсивності використання капіталу підприємства.
  - Особливості фінансового управління в ринковій економіці.
  - Комерційне і фінансове підприємництво.
  - Ціна і механізм ринкового ціноутворення.
- 
- 

### **11.1. ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ОРГАНІЗАЦІЙНО-ГОСПОДАРСЬКИХ СТРУКТУР І УТВОРЕННЯ В НИХ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ**

Основною ланкою в економіці народного господарства є підприємство. В умовах централізованого управління соціалістичною економікою підприємствами називалися в основному державні організації, заводи, фабрики, будівельні комбінати, будівельно-монтажні трести, великі виробничі та науково-виробничі об'єднання. Підприємство — найбільш стійка, довгочасна і масштабна форма організації економічної діяльності.

Поверот до ринкової економіки зумовив створення нових організаційно-господарських форм підприємств, не властивих планово-директивній економіці. А з появою законодавства про підприємства і підприємницьку діяльність внесено деяку визначеність у поняття про організаційно-правові форми підприємств.

Підприємством називається самостійний суб'єкт господарювання, створений у встановленому чинним законодавством порядку для виробництва продукції, виконання робіт і надання послуг з метою задоволення суспільних потреб і одержання прибутку [6].

Таке визначення підприємства в законодавстві наблизило його до тих, що були властиві економіці ринкового типу. Однак воно не розкриває організаційної суті підприємства як системи. *Підприємство* — це сукупність взаємодіючих підрозділів, об'єднаних організаційними і виробничо-технологічними зв'язками. Інакше кажучи, *підприємство* — це *організаційна виробничо-технологічна система*. Така система становить велику кількість доцільно впорядкованих взаємопов'язаних виробничих структур та елементів виробництва, необхідних для функціонування і розвитку цієї системи.

Системи можуть бути відкритими і закритими. *Відкрита система* обмінюється матеріальними цінностями, енергією, інформацією з навколишнім середовищем, тобто взаємодіє з ним. *Закрита система* не взаємодіє з навколишнім середовищем. Зв'язок підприємств із зовнішнім середовищем здійснюється через ринок, конкуренцію на ньому, рух капіталу, соціальні відносини, державне регулювання тощо. Зовнішнє середовище впливає на все, що відбувається всередині підприємства, визначає можливість його виживання. Отже, розвиток підприємства залежить від того, якими будуть економічні обставини, політичний і соціальний стан, ставлення до підприємництва, правова база.

Якщо підприємство хоче функціонувати стабільно в умовах змін зовнішнього середовища, воно мусить самокоригуватися. Але оскільки в Україні зовнішнє середовище змінюється в напрямку ринкової економіки, то й підприємства як відкриті мікросистеми мають змінюватися в тому ж напрямку. У зв'язку з переходом до ринкової економіки змінюються й цілі функціонування підприємств, що потрібно враховувати при реорганізації і перетворенні їх на фірми, акціонерні товариства та інші форми.

Відкриті системи мають бути здатні до самоорганізації, тобто перебудовувати внутрішні обмеження, досягати нових, стійкіших станів. Забез-

печити свій економічний розвиток зможуть тільки ті підприємства, які одночасно з руйнуванням старої структури зможуть створити нову, адекватну зміненому зовнішньому середовищу стійку структуру.

У перехідній економіці спостерігається тенденція до створення підприємств у формі *акціонерних товариств закритого типу*. Така організаційно-господарська форма властива підприємствам, що функціонують в умовах ринку.

Закриті акціонерні товариства найчастіше створюються з обмеженою відповідальністю і є об'єднаннями партнерів із спільною господарською діяльністю. Засновують їх організації, підприємства і громадяни, між якими існує стійкий, постійний діловий контакт, відбувається взаємодія на основі виробничо-технологічних зв'язків і взаємної заінтересованості в досягненні спільної мети. Учасники товариства з обмеженою відповідальністю відповідають за зобов'язаннями товариства тільки в межах свого паю в капіталі товариства. Юридичні особи як засновники — учасники товариства зберігають свою самостійність і права юридичних осіб.

Власність акціонерного товариства закритого типу є колективною і ґрунтується на пайовій власності його учасників. Участь у володінні майном закритого акціонерного товариства і розмір паю підтверджуються свідоцтвом або сертифікатом, що не є цінними паперами. Чистий прибуток між учасниками товариства розподіляється звичайно пропорційно до частки учасника у статутному капіталі товариства.

Близьким до акціонерного товариства з обмеженою відповідальністю за суттю і змістом організаційно-правової форми є *акціонерне товариство відкритого типу*. Основна структурна особливість такого товариства полягає в тому, що його майно формується за рахунок відкритого, вільного продажу акцій. Це найбільш цивілізована, сучасна форма залучення колективу до власності підприємства.

Акціонерам відкритих акціонерних товариств в обмін на їхню частку у статутному капіталі товариства (фірми) видається (продається за номінальною вартістю) цінний папір — акція, яка може бути потім предметом вільної купівлі-продажу, дарування, застави, тобто акціонер має право використовувати свої акції на власний розсуд незалежно від згоди інших членів акціонерного товариства. Відкритими акціонерними товариствами можуть бути як великі, так і середні підприємства. Створення акціонерних товариств передбачає залучення великої кількості учасників. Відкрите акціонерне товариство може бути створене внаслідок переєстрації товариства з обмеженою відповідальністю.

Акціонерне товариство — єдиний повновладний власник належного йому майнового комплексу та інформаційних інтелектуальних цінностей. Акціонери є власниками тільки цінних паперів, що дає їм право одержувати певну частку прибутку товариства у вигляді відсотків — дивідендів.

Склад членів відкритих акціонерних товариств може змінюватися внаслідок вільного продажу і скуповування акцій. Однак засновники мають можливість передавати свою частку акціонерної власності учасникам того ж товариства або третім особам лише за згодою інших учасників.

Сукупність індивідуальних капіталів, об'єднаних за допомогою випуску і розміщення акцій та облігацій, є *капіталом акціонерного товариства*. Кошти від випуску і розміщення акцій утворюють *власний капітал акціонерного товариства*, що може збільшуватися за рахунок капіталізації частини прибутку та додаткової емісії акцій. Так фінансовий капітал концентрується в одному об'єднанні.

Водночас з унітарними формами організації економічної діяльності підприємств поширюються й асоціативні, тобто об'єднання підприємств. До нових асоціативних організаційно-господарських форм підприємств ринкового типу належать концерни, консорціуми, трести, синдикати, картелі, господарські асоціації.

Об'єднання підприємств створюються на договірній основі. Основний принцип їх утворення — добровільність входження. Підприємства при цьому зберігають права юридичних осіб і можуть за бажанням виходити з об'єднання на умовах, передбачених статутом. При цьому за ними зберігаються зобов'язання перед партнерами за раніше укладеними договорами.

Мета створення асоціативних структур полягає у виконанні спільних дорогих інвестиційних проектів і взаємному обслуговуванні учасників асоціації.

Розглянемо окремі типи асоціативних організаційно-господарських структур, що поширені в економіці капіталістичних країн і зароджуються в українській економіці.

**Концерн** — це форма великих договірних надоб'єднань, як правило, монопольного типу, завдяки якій можна використовувати можливість великомасштабного виробництва, комбінування, кооперування. В Україні, Росії та інших республіках колишнього СРСР концерни найчастіше створюються на основі великих державних підприємств та об'єднань.

Такі організаційно-господарські структури завдяки масштабам концентрації виробництва і капіталу, виробничим потужностям, широким

можливостям диверсифікації виробництва певною мірою стійкі до коливань ринкової кон'юнктури, можуть вигідно перерозподіляти інвестиційні ресурси, концентрувати їх на найрентабельніших та окупних напрямках. Однак як спадкоємці радянської економічної системи концерни, створені в Україні, несуть на собі відбитки адміністративного управління, низької мобільності, непристосованості до ринкових умов господарювання. Приватизація державних підприємств, вивільнення цін, відхід від централізованого матеріально-технічного постачання і збуту продукції, прояви інерційних тенденцій серед підприємств, що входять у концерни, ставлять їх у скрутне становище. Антимонопольні заходи також можуть ускладнити їх становище.

Виникнення концернів у країнах з розвинутою ринковою економікою історично зумовлювалось насамперед концентрацією фінансового капіталу, його перенагромадженням в окремих товаровиробників. Найважливішою ознакою концернів стала єдність власності підприємств, що входять до них. Таким чином, учасники концернів взаємозалежні не за договором, а по суті економічних відносин.

Форми організації діяльності та організаційних структур концернів різноманітні. З позицій ринкового втілення ідеї централізованого впливу на підприємства, що входять до концерну, цікавим є підхід, який ґрунтується на виокремленні холдингової компанії, що є власником контрольних пакетів акцій усіх підприємств концерну. У централізованій економіці СРСР аналогом холдингових компаній були так звані головні організації.

Механізм прийняття рішень в акціонерних товариствах дає змогу холдингу впливати на господарські, комерційні та фінансові рішення підприємств-членів концерну. Хоча ці підприємства у правовому аспекті залишаються самостійними, холдинг може управляти ними в інтересах концерну як цілісної господарської структури. Крім того, холдинг може виконувати ряд функцій, пов'язаних із спільною підприємницькою діяльністю. У разі потреби холдинг може централізувати і перерозподіляти фінансові кошти учасників концерну.

Дістає розвитку ще одна організаційно-господарська форма об'єднання підприємств — *господарська асоціація*. Це добровільно-договірне об'єднання підприємств з метою координації виробничо-господарської діяльності, поглиблення спеціалізації і розвитку коопераційних зв'язків, організації спільної діяльності, мінімальної централізації ресурсів. Господарські асоціації — найбільш гнучка форма об'єднання



зусиль фінансового капіталу з метою надання допомоги кожному учаснику асоціації у вирішенні його власних завдань.

На відміну від більш жорсткої форми концернів для господарських асоціацій характерні такі особливості:

- слабші зв'язки між підприємствами-учасниками;
- можливість одночасно бути членом кількох асоціацій;
- централізація меншої кількості управлінських функцій, що мають здебільшого сервісний характер.

Господарські асоціації можуть включати підприємства найрізноманітніших галузей промисловості, мати регіональне або місцеве значення, але при цьому підприємства завжди повинні становити сукупність взаємодіючих підрозділів і розвиватись як система.

Важливе місце у функціонуванні господарських асоціацій належить питанням розробки фінансової політики, загальної політики розвитку, обстоювання загальних позицій та інтересів членів асоціації у законодавчих і виконавчих органах влади всіх рівнів.

Розглянемо характерні для підприємств капіталістичних країн асоціативні організаційні структури, які не дістали поки що належного поширення в економіці України.

**Консорціум** — тимчасове добровільне об'єднання підприємств, організацій, створене для вирішення конкретних завдань і проблем, здійснення великих інвестиційних, науково-технічних, соціальних та екологічних проектів. У консорціум можуть об'єднуватись і великі, і дрібні підприємства, які бажають взяти участь у здійсненні проектного або іншого підприємницького задуму, але не мають можливості самостійно його здійснити. Консорціум — потенційно ефективний організаційно-структурний спосіб тимчасової інтеграції кадрів, потужностей, матеріальних і фінансових ресурсів. Підприємства можуть об'єднуватись в консорціум для здійснення високоприбуткового проекту, що потребує для реалізації великих капіталовкладень, які відволікаються на тривалий термін, і має високий ступінь ризику.

**Картель** — договірне об'єднання підприємств, в основі якого лежить угода про квотування обсягів виробництва, ціни реалізації, умов продажу, розмежування ринків збуту. Підприємства, що входять до складу картелю, юридично самостійні. Зазвичай вони здійснюють збут продукції на договірних засадах, тобто відповідно до укладеного між підприємствами договору.

**Синдикат** — форма договірної об'єднання підприємств, що передбачає централізацію постачання членів синдикату і збуту виробленої

ними продукції. Створення синдикату дає можливість усунути конкуренцію між його учасниками у сфері збуту і закупівлі сировини. Для здійснення зазначених управлінських функцій створюється спеціальний орган. Інший варіант організації синдикату передбачає передавання цих функцій одному з учасників договірному об'єднанню або дирекції синдикату.

Орган, що займається збутом і закупівлею, збирає замовлення на продукцію підприємств синдикату і розподіляє їх відповідно до квот, зафіксованих у договорі. При цьому члени синдикату комерційну самостійність втрачають цілком, а виробничу — частково. Підприємства синдикату юридично самостійні, однак фінансовий капітал концентрується в синдикаті.

Учасниками синдикату можуть бути не тільки підприємства, а й об'єднання, концерни, трести.

В економіці капіталістичного типу *трест* — форма об'єднання підприємств, які цілком втрачають юридичну, комерційну й виробничу самостійність і підпорядковуються єдиному управлінню. У радянській економіці — це поширена велика організаційна структура, що об'єднувала кілька організацій, які були самостійними підприємствами.

## **11.2. ПОКАЗНИКИ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ Й ІНТЕНСИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА**

Фінансова стійкість є необхідною умовою стабільної, надійної діяльності підприємства в ринковому економічному середовищі. Вона передбачає спроможність своєчасного і повного виконання зобов'язань підприємства за розрахунками з бюджетом, споживачами, постачальниками, підрядниками, кредиторами, тобто можливість підприємства здійснювати всі потрібні грошові виплати і розрахунки. У світовій і вітчизняній практиці для фінансового аналізу стійкості становища підприємства або фірми використовують кілька груп показників, вибір яких залежить від цілей, що їх ставить перед собою фінансовий менеджер.

Розрізняють такі показники:

- управління фінансовим капіталом;

- інтенсивності використання капіталу;
- ефективності використання капіталу;
- ринкової ціни.

**Показники управління фінансовим капіталом.** Характеризують фінансову стабільність підприємства і дають можливість визначити ймовірність виживання його на ринку. Розглянемо основні з них.

**Коефіцієнт автономії  $K_a$ .** Визначається питомою вагою власного (акціонерного) капіталу підприємства ( $\sum K_{вл}$ ) в загальній сумі коштів (активів), авансованих йому для здійснення статутної діяльності ( $\sum K_{заг}$ ):

$$K_a = \frac{\sum K_{вл}}{\sum A_{заг}}.$$

Коефіцієнт автономії показує, наскільки підприємство незалежне від позикового капіталу. Вважається, що чим більшою є сума власних коштів підприємства, тим більша можливість упоратися з непередбачуваними ситуаціями, що виникають у ринковій економіці, і менше ризикують кредитори підприємства. Стабільно високе значення  $K_a$  підприємства свідчить про можливість одержання кредитів.

**Коефіцієнт маневреності  $K_m$ .** Визначається сумою власного оборотного капіталу підприємства ( $\sum K_{вл.об}$ ) в загальній сумі власного капіталу ( $\sum K_{заг}$ ):

$$K_m = \frac{\sum K_{вл.об}}{\sum K_{заг}}.$$

У практиці вивчення економічного стану підприємства аналіз його фінансової стабільності, як правило, поєднується з аналізом структури власного та позикового капіталу і його зміни у звітному періоді, а також з аналізом раціональності вкладення капіталу в активи підприємства. В останньому випадку особливу увагу приділяють з'ясуванню суми відносного власного оборотного капіталу підприємства і його частки в загальній сумі власного капіталу. Цей показник називається коефіцієнтом маневреності й характеризує, наскільки інтенсивно підприємство залучає в обіг власні кошти.

У власному оборотному капіталі підприємства виокремлюють вкладення в мобільні кошти, які легко за короткий час можуть бути продані. Власні обігові кошти підприємства обчислюються як різниця між усім наявним оборотним капіталом і короткостроковими позиковими кошта-

ми (за балансом). У натурально-речовому аспекті оборотний капітал може бути представлений коштами (як готівковими, так і тими, що перебувають у банках на рахунках підприємства), ліквідними цінними паперами, запасами товарно-матеріальних цінностей, а також розрахунками з дебіторами.

За допомогою коефіцієнта маневреності можна визначити, яка частина власного капіталу підприємства не закріплена в цінностях іммобільного характеру, тобто таких, які неможливо за короткий час перевести на кошти. До іммобільних коштів зараховують будинки, споруди, устаткування, передавальні пристрої, довгострокові інвестиції, нематеріальні активи (права на землю, воду, природні ресурси). Отже, коефіцієнт маневреності є індикатором раціональності розміщення власного капіталу. Вважається, що значення коефіцієнта має бути досить великим, тобто власники, розпорядники підприємства мають дотримуватися паритетного принципу вкладення коштів у мобільні та іммобільні цінності.

Для радянських підприємств було характерне менше значення коефіцієнта маневреності, ніж для підприємств ринкової економіки. Таке становище зумовлювалося кількома причинами. По-перше, повною відсутністю такого напряму інвестування капіталів, як цінні папери. По-друге, традиційним нехтуванням підприємствами потреби раціоналізації політики розміщення капіталів. Тривалий час ці поняття взагалі ігнорувалися в централізованій економіці. Важливість їх починають усвідомлювати тільки з переходом до ринкової економіки. Стимулюючим чинником тут стали і низькі темпи НТП у країні; керівництво підприємств не турбувало те, що “переобтяження” їх капіталу за рахунок нарощування вартості основних фондів створює передумови для збитковості підприємств через моральне старіння капіталу. Високоліквідні кошти стають для підприємств гостродефіцитними тільки в умовах розвинених ринкових відносин. У ринковій економіці, де доводиться розраховувати не на державні, а на власні кошти, заморожування капіталу неприпустиме; підприємства змушені швидше маневрувати коштами.

*Коефіцієнт покриття інвестицій*  $K_{п.і}$ . Показує, яка частина інвестицій підприємства фінансується за рахунок власних коштів і довгострокових боргових коштів, тобто за рахунок стійких джерел. Визначають цей коефіцієнт за формулою

$$K_{п.і} = \frac{\sum K_{вл} + \sum K_{д.з}}{\sum A_{зар}},$$

де  $\sum K_{д.з}$  — сума капіталу за довгостроковими зобов'язаннями;  
 $\sum A_{заг}$  — загальна сума активів.

Ризик інвестицій у фірму тим менший, чим ближчий цей показник до одиниці. Однак вижити в умовах жорсткої конкурентної боротьби неможливо без залучення боргового капіталу. У практиці західних країн нормальним значенням цього коефіцієнта є 90 %, а тривогу викликає зменшення його до 75 %.

*Коефіцієнт позикових коштів в активах*  $K_{п.к}$ . Визначається питомою вагою позикових коштів в активах підприємства, тобто часткою активів підприємства, профінансованих кредиторами:

$$K_{п.к} = \frac{\sum ПК_{заг}}{\sum A_{заг}},$$

де  $\sum ПК_{заг}$  — загальна сума позикових коштів за зобов'язаннями.

Підприємства, фірми з агресивною політикою намагаються максимізувати цей показник, сподіваючись на високі прибутки. Прийнятне максимальне значення цього коефіцієнта становить 0,3–1.

*Частка довгострокової заборгованості в капіталі*  $\gamma_{д.з}$ . За допомогою цього показника можна оцінити частину активів підприємства, що фінансується за рахунок залучення позикових коштів. Оскільки довгострокові угоди за лізингом покладають на підприємство обов'язок зробити ряд фіксованих платежів, то вартість зобов'язань за лізингом включається до загальної суми довгострокового боргу. Дивіденди за привілейованими акціями також можна подати у вигляді фіксованих виплат, тому їх так само зазвичай відносять до довгострокових зобов'язань. Водночас привілейовані акції є власним капіталом підприємства і разом із звичайними акціями включаються в його загальний акціонерний капітал. Цей показник визначають за формулою

$$\gamma_{д.з} = \frac{\sum ПК_{д.б.з}}{\sum K_{вл}},$$

де  $\sum ПК_{д.б.з}$  — сума позикових коштів за довгостроковими борговими зобов'язаннями.

*Коефіцієнт співвідношення позикових і власних коштів*. Розраховують його як відношення позикових коштів до власного капіталу підприємства

(фірми). Він показує, скільки позикових коштів підприємство залучає на 1 грн вкладених в активи власних коштів і характеризує фінансову незалежність підприємства від залучення позикових коштів. Підприємства з низьким рівнем боргу мають нижчий рівень ризику, але менші можливості успішної діяльності. Зазвичай підприємства в умовах спаду економіки намагаються мати низький рівень боргу, але підвищують його при піднесенні економіки. Небезпечним для фінансової стабільності підприємства є велике значення цього показника (близько одиниці) за низької обіговості активів підприємства.

**Показники інтенсивності використання капіталу.** Характеризують інтенсивність використання оборотного капіталу підприємства, ефективність управління підприємством своїми активами. Розглянемо основні з них.

**Коефіцієнт обіговості чистого оборотного капіталу**  $K_{об. ч. к.}$ . Визначається як відношення чистого оборотного капіталу до загальних активів підприємства. Чистий оборотний капітал — це різниця між поточними активами і короткостроковими зобов'язаннями. За допомогою цього показника можна оцінити загальну суму коштів підприємства. За відношенням чистого оборотного капіталу до загальної суми активів підприємства оцінюють ефективність використання активів підприємства. Визначають цей показник так:

$$K_{об. ч. к.} = \frac{\sum A_{п} - \sum K_{зоб}}{\sum A_{заг}},$$

де  $\sum A_{п}$  — сума поточних активів;  $\sum K_{зоб}$  — сума коштів за короткостроковими зобов'язаннями.

**Коефіцієнт обіговості оборотного капіталу**  $K_{об. к.}$ . Вимірюється відношенням виторгу до чистого оборотного капіталу. За допомогою цього показника можна оцінити рівень використання оборотного капіталу. Визначають цей коефіцієнт за формулою

$$K_{об. к.} = \frac{B_{ч. п.}}{K_{об}},$$

де  $B_{ч. п.}$  — чистий виторг від продажів;  $\bar{K}_{об}$  — середньорічний чистий оборотний капітал.

*Коефіцієнт обіговості товарних запасів*  $K_{\text{обіг. т. з.}}$ . Визначається діленням чистого виторгу від продажів товарів і послуг на середньорічну вартість товарно-матеріальних запасів ( $\bar{B}_{\text{т. м. з.}}$ ):

$$K_{\text{обіг. т. з.}} = \frac{B_{\text{ч. п.}}}{\bar{B}_{\text{т. м. з.}}}$$

Висока обіговість товарно-матеріальних запасів зазвичай свідчить про ефективність управління активами, однак при цьому збільшується ризик дефіциту запасів.

*Коефіцієнт обіговості дебіторської заборгованості*  $K_{\text{обіг. д. з.}}$ . Показує, наскільки швидко підприємство одержує платежі за рахунками дебіторів. Цей показник визначається так:

$$K_{\text{обіг. д. з.}} = \frac{B_{\text{ч. п.}}}{\sum \bar{D}_3}$$

де  $\sum \bar{D}_3$  — середньорічна сума дебіторської заборгованості.

Низьке значення цього показника свідчить про те, що відділ, який займається дебіторською заборгованістю, працює ефективно. Однак це може також вказувати на невиправдано жорстку кредитну політику і можливі труднощі в реалізації продукції в майбутньому.

*Показник обіговості кредиторської заборгованості*. За його допомогою можна оцінити управління кредиторською заборгованістю. Обчислюють цей показник діленням вартості купівель підприємства на середню суму кредиторської заборгованості. Оскільки вартість купівель не відображається у звітності підприємств, в аналізі використовують інший показник: собівартість реалізованої продукції плюс зміна розміру товарно-матеріальних запасів за звітний період.

Якщо кількість днів у звітному періоді поділити на показник обіговості кредиторської заборгованості, то можна одержати термін її погашення.

*Показники ефективності використання капіталу*. Визначаються через показники прибутку і рентабельності. Прибуток і рентабельність — результат великої кількості фінансових рішень. У розрахунку показників прибутку можуть використовувати різні модифікації показника прибутку. Це дає можливість виявити не тільки ефективність капіталу, а й оцінити інші його особливості. Наприклад, якщо рентабельність розрахувати за валовим прибутком, можна судити, наскільки підприємству вдасться використати ціновий чинник як спосіб підвищення ефективності.

Коефіцієнти різних модифікацій прибутку показують комбінований ефект управління активами і фінансовим капіталом. Розглянемо основні з цих показників.

*Коефіцієнт мінливості прибутку*  $K_{\text{мін.п}}$ . Визначає і вимірює коливання прибутку від середнього його значення. Обчислюють його так:

$$K_{\text{мін.п}} = \frac{\Pi_{\text{заг}}}{\Pi_{\text{сеп}}},$$

де  $\Pi_{\text{заг}}$  — загальний річний прибуток до сплати відсотків і податків;  
 $\Pi_{\text{сеп}}$  — середній прибуток.

Порівнюючи значення цього показника за кілька років, можна оцінити стабільність фінансового становища підприємства. Доцільно використовувати цей показник і при оцінюванні допустимого рівня боргу, тому що в разі меншого коливання прибутку рівень боргу може бути відносно вищий.

*Прибуток на інвестований капітал*  $\Pi_{\text{інв}}$ . Показує віддачу на інвестований капітал. Розраховують його так:

$$\Pi_{\text{інв}} = \frac{\Pi_{\text{ч}} + \sum P}{K_{\text{вл}} + \sum B},$$

де  $\Pi_{\text{ч}}$  — чистий прибуток після відрахування податків і відсотків;  
 $\sum P$  — сума відсотків;  $\sum B$  — сума боргу підприємства.

*Коефіцієнт виплати дивідендів*  $K_{\text{в.д}}$ . Оцінює частку прибутку, що виплачується як дивіденди на акції. Визначають цей показник за формулою

$$K_{\text{в.д}} = \frac{D_{\text{акц}}}{\Pi_{\text{акц}}},$$

де  $D_{\text{акц}}$  — дивіденди на одну акцію;  $\Pi_{\text{акц}}$  — очікуваний прибуток від однієї акції.

Цей коефіцієнт залежить від структури акціонерного капіталу підприємства, галузі виробництва, до якої належить підприємство, і від перспектив її розвитку. Прибуток, не виплачений як дивіденди, повертається до виробничої діяльності.

*Прибуток на власний (акціонерний) капітал*  $K_{\text{п.в.к}}$ . Визначають за допомогою коефіцієнта, що характеризує ефективність інвестицій у власний капітал:



$$K_{п. в. к} = \frac{\Pi_q}{\bar{B}_{в. к}},$$

де  $\bar{B}_{в. к}$  — середньорічна вартість власного капіталу підприємства.

*Прибуток на активи підприємства*  $K_{п. а}$ . Розраховують діленням чистого прибутку після відрахування суми податків на сукупні активи:

$$K_{п. а} = \frac{\Pi_{заг} - \sum \Pi}{\sum A},$$

де  $\sum \Pi$  — сума податків;  $\sum \bar{A}$  — середньорічна сума активів.

Цей показник багато економістів вважають найкращим індикатором спроможності підприємства використовувати активи. Прибуток на активи, розрахований за наведеною формулою, іноді дає збої, якщо порівнюються підприємства з різною структурою капіталу. Причина полягає в тому, що чим більші відсотки платить підприємство, тим менша сума оподаткованого прибутку. Щоб “очистити” цей показник від розбіжностей у структурі капіталу, формулу дещо змінюють:

$$K_{п. а} = \frac{\Pi_q}{\sum \bar{A}}.$$

**Показники ринкової ціни.** Об’єднують дані бухгалтерського обліку підприємства і ринку цінних паперів. Розглянемо основні з них.

*Коефіцієнт ринкової вартості та прибутку*  $K_{в. п}$ . Визначається відношенням ринкової ціни однієї акції підприємства ( $\Pi_{р. акц}$ ) до очікуваного прибутку від однієї акції:

$$K_{в. п} = \frac{\Pi_{р. акц}}{\Pi_{акц}}.$$

Цей показник характеризує сприятливе ставлення до підприємства на ринку і ринкове сприйняття ступеня ризику підприємства. Якщо прибуток підприємства і його потенціал на ринку збільшуються, то цей коефіцієнт збільшуватиметься. Якщо становище підприємства на ринку погіршується або ризикованість його операцій підвищується, то зазвичай цей коефіцієнт зменшується.

Коли очікується, що дивіденди збільшуватимуться за стабільною ставкою, то поточна ціна однієї акції становитиме

$$C_{\text{акц}} = \frac{D_{\text{оч}}}{P_{\text{оч. інв}} - \Delta C_{\text{оч. див}}},$$

де  $D_{\text{оч}}$  — очікуване значення дивідендів наступного року;  $P_{\text{оч. інв}}$  — прибуток, який інвестори очікують одержати від інвестицій;  $\Delta C_{\text{оч. див}}$  — очікувана ставка збільшення дивідендів.

Щоб знайти відношення ціни до прибутку, потрібно розділити обидві частини останньої формули на очікуваний прибуток від однієї акції:

$$\frac{C_{\text{акц}}}{P_{\text{акц}}} = \frac{D_{\text{оч}}}{P_{\text{акц}}} \frac{1}{P_{\text{оч. інв}} - \Delta C_{\text{оч. див}}}.$$

Велике значення цього показника свідчить про те, що інвестори очікують істотного збільшення дивідендів; вкладення в ці акції не несуть великого ризику, і тому інвестори згодні на невеликий прибуток; очікується, що підприємство досягне лише середнього рівня розвитку через виплату для дивідендів великої частини прибутку.

*Ставка дивідендів*  $C_{\text{див}}$ . Показує співвідношення між сумою дивідендів за акції і ціною однієї акції:

$$C_{\text{див}} = \frac{\sum D_{\text{акц}}}{C_{\text{акц}}}.$$

При стабільному рівні збільшення дивідендів формула набере вигляду

$$C_{\text{див}} = P_{\text{інв}} - \Delta C_{\text{оч. див}}.$$

Отже, інвестори очікують низький рівень збільшення дивідендів, або ризик вкладення коштів в акції сприяє збільшенню прибутку.

*Відношення ринкової ціни акції до бухгалтерської*  $C_{\text{бух. акц}}$ . Акції підприємств (фірм) з високим рівнем прибутковості, як правило, продають за вищою порівняно з бухгалтерською ринковою вартістю. Бухгалтерську ціну однієї акції розраховують так:

$$C_{\text{бух. акц}} = \frac{A_{\text{к}}}{N},$$

де  $A_{\text{к}}$  — акціонерний капітал;  $N$  — кількість акцій в обігу.

Акціонерний капітал дорівнює бухгалтерській вартості звичайних акцій плюс нерозподілений прибуток, тобто сума, яку підприємство одержало від акціонерів або інвестування. Розділивши ринкову ціну акції на

цей показник, одержимо коефіцієнт відношення ринкової ціни акції до бухгалтерської вартості.

*Прибуток на акцію.* Це прибуток підприємства (фірми), призначений для акціонерів, розділений на середню кількість звичайних акцій, що обертаються на ринку протягом року. Однак за цим показником можна робити прогнози тільки на близьку перспективу.

*Коефіцієнт Тобіна* (названий ім'ям економіста Дж. Тобіна). Виражає відношення суми зобов'язань і власного (акціонерного) капіталу підприємства до відновної вартості активів. Цей показник схожий з показником відношення ринкової вартості акції до бухгалтерської її вартості, але він має й істотні відмінності. Чисельник відношення включає всі зобов'язання підприємства і весь акціонерний капітал, а не тільки суму звичайних акцій. До знаменника входять всі активи, а не тільки акціонерний капітал підприємства. Крім того, ці активи показуються не за тією ціною, що фігурує в бухгалтерській звітності, а за їх відновною вартістю (вартістю заміщення), яка через інфляцію звичайно перевищує початкову.

Дж. Тобін довів, що фірма має стимул до інвестицій, якщо  $q > 1$ , тобто коли виробниче устаткування коштує більше, ніж його відновна вартість, і що вона припинить інвестиції, коли значення  $q = 1$ . Якщо  $q < 1$ , то фірма не має стимулу до інвестицій.

Якщо значення  $q$  велике, це означає, що фірма має великі переваги в конкурентній боротьбі, стабільне фінансове становище і добрі перспективи розвитку.

Проведення комплексного аналізу фінансового становища підприємства дає можливість всебічно оцінити його діяльність. Однак розглянуті показники будуть корисні тільки тоді, коли їх можна порівняти з іншими аналогічними показниками: наприклад, виявити тенденцію розвитку фірми за певні проміжки часу або середні показники однієї фірми порівнювати із середніми показниками інших фірм.

### 11.3. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ В РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ

Управління підприємством охоплює управління працівниками, засобами виробництва, матеріальними ресурсами, інформацією, фінансами. Сукупність усіх видів та форм управління підприємством і виробництвом у зарубіжній практиці називають *менеджментом*, а адміністраторів, що керують діяльністю підприємств, — відповідно *менеджерами*.

На відміну від регулювання як однобічного процесу в основі менеджменту лежить координація, тобто двосторонній процес із прямим і зворотним зв'язками.

Традиційно основними функціями менеджменту вважалися фінанси, виробництво і маркетинг. *Фінансовий менеджмент* — це управління всім процесом відтворення на підприємстві за допомогою формування грошових ресурсів, розподілу і використання активів підприємства [47]. На жаль, у вітчизняній літературі з економіки особливості фінансового менеджменту в ринковій економіці поки що не вивчені.

З огляду на те що підприємство діє в тісному зв'язку із зовнішнім середовищем, яке постійно змінюється, управління так само має постійно змінюватися. Проте мало тільки реагувати на зміни у зовнішньому світі. Менеджери мають діяти як підприємці, тобто мати підприємницький хист до управління. Ініціативний менеджер активно шукає можливості й свідомо ризикує, добиваючись потрібних змін. І такий підхід до управління фірмою необхідний на всіх рівнях. Отже, однією з особливостей фінансового управління в ринковій економіці є його *гнучкість*.

На відміну від централізованої економіки, де основним орієнтиром господарської діяльності був план, що спускався “згори”, у ринковій економіці координацію економічної діяльності людей і її управління здійснює система ринків і цін [5]. Отже, можна визначити іншу особливість фінансового менеджменту — *орієнтацію управління на ринок*. Це кардинально змінює характер роботи фінансового менеджера: він повинен тісно співпрацювати з директором з питань маркетингу.

Одним із найважливіших факторів, що впливають на фінансове управління в ринковій економіці, є *різке посилення чинника ризику*.

В умовах планової економіки економічна обстановка, в якій здійснювалася господарська діяльність, формувалася “згори” у наказовому порядку як набір правил і норм. Жорстка система централізованих приписів

сковувала ініціативу, не давала можливості розгорнутися підприємливості. Однак вона вносила чіткість і забезпечувала певний порядок. Хоча й не з цілковитою впевненістю, але можна було знати, розраховувати, передбачати обсяги виробництва, постачання, продажів, споживання, ціну і відповідно дохід і прибуток. Звичайно, і в цих умовах ризик існував. Доводилося стикатися з ризиком невиконання державного плану, порушення договірних зобов'язань, недопостачання продукції, збоїв виробництва і транспорту, недотримання вимог якості тощо. У ринковій економіці на перше місце виходить така складова ризику, як *непередбачуваність кон'юнктури ринку*. Звичних знань і навичок поводження, що застосовувались у плановій економіці, недостатньо, щоб запобігати небезпекам ринкової економіки [11].

У вітчизняній економічній науці відсутні теоретичні положення про підприємницький ризик, методи його оцінювання, рекомендації про шляхи і способи зменшення та запобігання ризику.

Сформулюємо й уточнимо термінологічну базу теорії підприємницького ризику. Під підприємницьким розумітимемо ризик, що виникає у будь-яких видах діяльності, пов'язаних з виробництвом продукції, товарів, послуг, їх реалізацією, а також ризик, пов'язаний із фінансовими операціями, комерцією, здійсненням науково-технічних і соціально-економічних проектів. Тобто в усіх перелічених видах діяльності доводиться мати справу з використанням і обігом матеріальних, трудових, фінансових, інформаційних та інтелектуальних ресурсів.

**Ризик** — це небезпека потенційно можливої, імовірної втрати ресурсів або недоотримання доходів порівняно з варіантом, розрахованим на раціональне використання ресурсів у цьому виді підприємницької діяльності. Інакше кажучи, ризик — це загроза того, що підприємець зазнає втрат у вигляді додаткових витрат понад передбачувані прогнозом, проектом, планом, програмою або одержить доходи нижчі за ті, на які він розраховував.

Ризик, з одного боку, є результатом порушення рівноваги в системі, з іншого — причиною подальшого порушення рівноваги. Підприємницький ризик у ринковій економіці є наслідком свободи руху капіталу самостійних власників. Таким чином, підприємницький ризик як економічна категорія — це відносини між економічними самостійними суб'єктами щодо можливості оптимізації відношення доходів і втрат на основі вільного руху капіталів (інвестицій) за економічної заінтересованості та відповідальності цих суб'єктів.

Втрати у підприємницькій діяльності поділяються на матеріальні, трудові та фінансові.

*Матеріальні втрати* виявляються в непередбачуваних проектом додаткових витратах або прямих втратах матеріальних об'єктів — будинків, споруд, устаткування, майна, продукції, товарів, матеріалів, сировини, енергії. *Трудовими* називають *втрати* робочого часу через випадкові, непередбачувані обставини. *Фінансові втрати* — це прямий грошовий збиток, пов'язаний з потребою здійснення непередбачених платежів, виплат штрафів, сплати додаткових податків, з втратою коштів і цінних паперів. Фінансові втрати виявляються також в разі неотримання або недоотримання грошей з джерел, звідки їх очікували отримати, у разі неповернення боргів, неоплати поставленої продукції, зменшення виручки через зниження цін на реалізовані товари і послуги. Фінансові втрати спостерігаються у зв'язку з інфляцією, зміною валютного курсу, додатковим вилученням коштів підприємств до бюджетів у вигляді податків та обов'язкових відрахувань. Одночасно із безповоротними можуть бути тимчасові фінансові втрати, зумовлені заморожуванням рахунків, несвоєчасною видачею коштів, відстрочкою виплати боргів.

З огляду на викладене виокремимо основні види підприємницького ризику.

*Виробничий ризик* — пов'язаний з виробництвом і реалізацією продукції, послуг, здійсненням будь-яких видів виробничої діяльності. Серед важливих причин виникнення виробничого ризику — можливе зниження передбачуваних обсягів виробництва, вибір недосконалої технології, збільшення матеріальних чи інших витрат.

*Комерційний, або ринковий, ризик* — виникає у процесі реалізації товарів і послуг на ринку. Причинами комерційного ризику можуть бути підвищення закупівельної ціни товарів, непередбачуване зниження обсягу закупівель унаслідок зменшення попиту на ринку, зниження цін реалізації в результаті посилення конкуренції і т. ін.

*Фінансовий ризик* — виникає у сфері відносин підприємства із зовнішніми інвесторами. Фінансовий ризик діяльності підприємства вимірюється відношенням позикових коштів до власних. Що вище таке відношення, то більшою мірою підприємство у своїй діяльності залежить від кредиторів, а отже, то більший фінансовий ризик, адже припинення або погорсткішання умов кредитування може спричинити припинення виробництва через відсутність сировини, матеріалів тощо.

Підприємство може кредитувати інші фірми або шляхом відвантаження власної продукції без попередньої оплати, або у грошовій формі.

У цьому разі виникає *кредитний ризик*, тобто ризик того, що позичальник не сплатить за позичкою.

Підприємства виходять на фінансовий ринок і як емітенти, і як інвестори, тому потрібно враховувати курсовий і процентний ризики.

*Курсовий ризик* пов'язаний з непередбаченою зміною курсової вартості цінного паперу, а *процентний ризик* виникає, якщо ціна цінного паперу зменшиться через збільшення норми відсотка.

*Інвестиційний ризик* виникає в разі вкладення коштів у проекти і недоотримання очікуваного прибутку.

Як зазначалося, ризик — категорія імовірнісна, і його вимірюють як імовірність певного рівня втрат. Причому кожний підприємець встановлює для себе прийнятний ступінь ризику. За припустимий ризик можна взяти загрозу повної втрати прибутку від підприємницької діяльності. Критичний ризик пов'язаний не тільки з втратою прибутку, а й з недоотриманням передбачуваної виручки, коли витрати доводиться відшкодувати за власний рахунок. Найнебезпечнішим для підприємця є катастрофічний ризик, що призводить до банкрутства підприємства, втрати всього або частини майна, інвестицій підприємства.

Ухвалюючи рішення про прийнятність і доцільність підприємницького ризику, важливо знати ймовірність не тільки певного рівня втрат, а й того, що втрати не перевищать конкретного рівня.

Аналіз ризику починається з виявлення джерел ризику і його причин. За джерелом виникнення розрізняють такі ризики: господарський; пов'язаний з особистістю людини; зумовлений природними чинниками. За причиною виникнення виокремлюють ризики, що є результатом невизначеного майбутнього; непередбачуваності поведінки партнерів; недостатності інформації. Ризик завжди так чи інакше пов'язаний із станом інформаційного забезпечення рішення.

Оцінка ризику — це своєрідне поєднання інтуїції і розрахунків. Інтуїція ґрунтується на досвіді людини і на її проникливості. Особливо велике значення інтуїція має в разі недостатності інформації для об'єктивних, точних розрахунків.

У ринковій економіці принципово змінюються взаємовідносини підприємства з державою та іншими підприємствами і фірмами. Держава за ринкової економіки має право регулювати діяльність підприємств тільки непрямыми методами. Неодмінною умовою зміни взаємовідносин підприємств і держави в Україні є приватизація державних підприємств. Цей процес істотно змінить характер і методи фінансового управління, а та-

кож характер джерел фінансування. Держава перестає бути власником частини підприємств і, отже, не відповідає за їх фінансування. Водночас самостійні власники починають фінансувати один одного. Підприємства за ринкової економіки несуть повну матеріальну відповідальність за власні фінансові дії.

Підвищення економічної самостійності підприємства потребує від його фінансового керівника вміння правильно вибрати партнерів. Для цього необхідний аналітичний підхід до прийняття рішень. Причому потрібний аналіз фінансового становища не тільки власного підприємства, а й підприємств, з якими пов'язана його виробничо-фінансова діяльність. У протилежному разі можливі неплатежі і банкрутство підприємства.

Без фінансового аналізу неможливо правильно вибрати політику підприємства (фірми). Однією з особливостей управління за ринкової економіки є посилення стратегічного характеру управління, тому що в умовах нестабільності й ризику потрібно вміти прогнозувати.

В умовах ринку, нестійкості його кон'юнктури стратегія управління покликана сприяти стабілізації виробничо-господарської діяльності підприємства. Стабільність прибутку підприємства прямо залежить від стратегічних рішень.

Під стратегією управління підприємством (фірмою) розуміють визначення довгострокових цілей його розвитку і чинників підвищення прибутковості з урахуванням змін на ринку. У стратегії управління відбиваються довгострокові завдання розвитку підприємства (фірми), а також кошти і ресурси, потрібні для їх реалізації. Завдання стратегічного управління полягає в тому, щоб підготувати підприємство до можливих змін випадкових чинників.

На прийняття управлінського рішення впливають особисті характеристики менеджера, середовище ухвалення рішення, інформаційні обмеження (рис. 30).

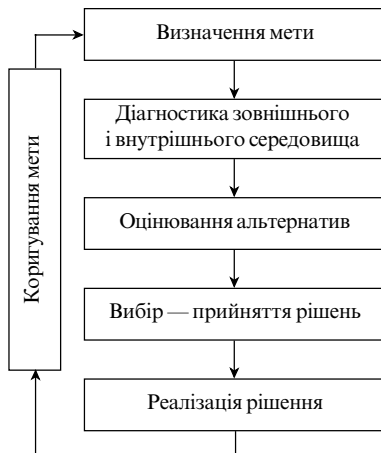


Рис. 30. Схема процесу прийняття раціонального рішення



Першим кроком у плануванні стратегії є визначення мети. Формування мети підприємства в основному визначається трьома чинниками: типом підприємства (фірми); становищем підприємства (поточним і в перспективі); впливом і метою різних власників.

Мета підприємства формується власниками основних ресурсів організації. Virізняють мету системи і мету учасників цієї системи. Мета системи — це загальні знаменники очікувань власників ресурсів. Основна загальна мета — вижити, тобто забезпечити стабільність підприємства. Завдяки досягненню цієї мети можна збільшити обсяги продажів, інвестицій і прибутку.

На основі аналізу фінансового управління за ринкової економіки можна визначити основні чинники успіху, тобто чинники досягнення підприємством власної мети і чинники, що забезпечують максимальну ефективність функціонування підприємства. До них належать гнучка реакція керівництва на зміни зовнішнього середовища, орієнтація на ринок, інноваційність і прискорення відновлення, творчий, аналітичний, стратегічний підхід до управління.

Основними функціональними ланками стратегії підприємства за ринкової економіки є *маркетинг*, *фінанси* і *виробництво*. Для ефективної діяльності підприємства всі його функціональні стратегії мають бути підпорядковані загальній стратегії. На схемі маркетингової діяльності підприємства (рис. 31) визначено розвиток підприємства в умовах ринку, а також мету маркетингу і методи її реалізації з урахуванням економічних критеріїв.

Метою маркетингу, у свою чергу, є одержання інформації про стан (кон'юнктуру) товарних ринків і прогнозування їх розвитку. Тому в основу її визначення покладено систематичне, комплексне вивчення стану й тенденцій внутрішніх і зовнішніх товарних та грошових ринків, вимог підприємств-споживачів продукції і покупців, перспектив зміни цих параметрів, а також виробничих можливостей підприємства. Отже, стратегія маркетингу передбачає вибір ринків і їх прогнозування, основні напрямки товарної орієнтації і цінової політики підприємства, питання організації виробництва і збуту продукції, планування витрат на маркетинг. Це втілюється в оперативних маркетингових рішеннях, що конкретизують діяльність підприємства й оцінюють ефективність витрат на маркетинг.

Щоб вижити в умовах різкої зміни зовнішнього середовища, потрібно коригувати мету, структуру і функції основних підрозділів підприємства (фірми). Проаналізувати особливості фінансового управління

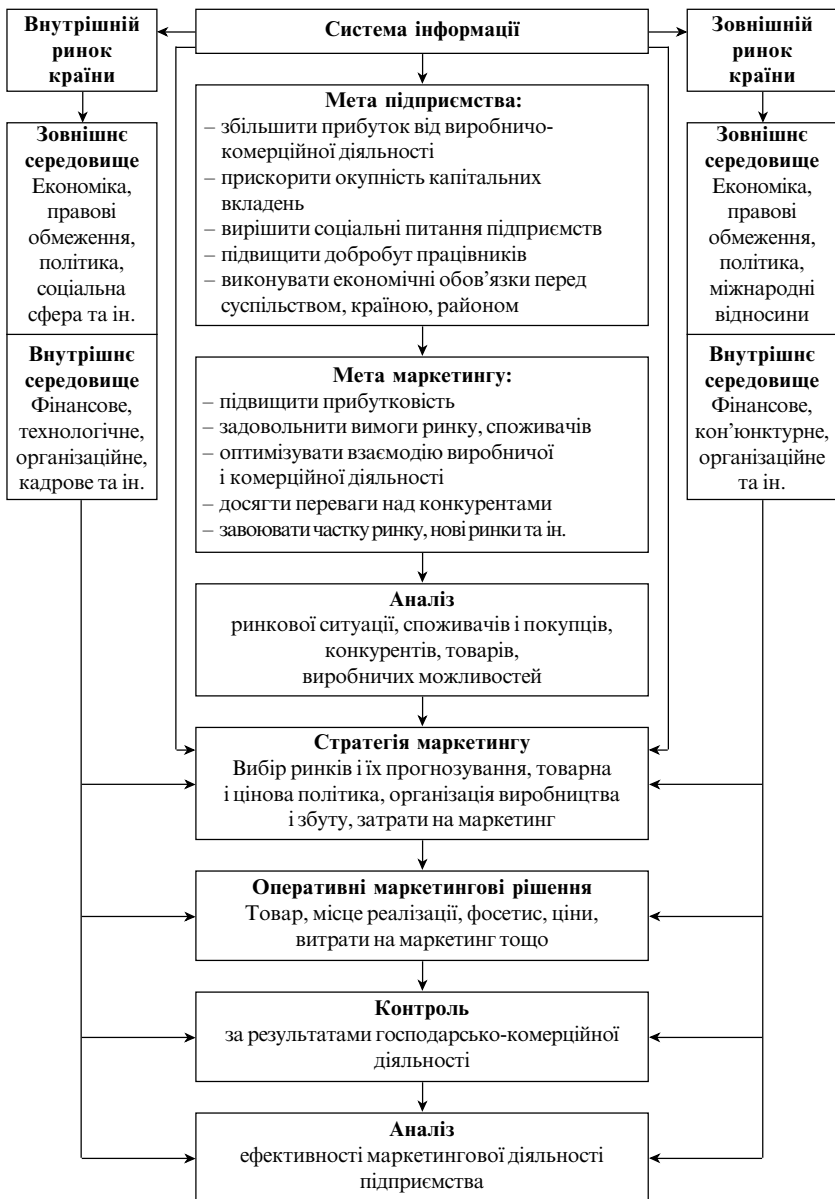


Рис. 31. Загальна схема маркетингової діяльності підприємства

за ринкової економіки, можна виокремити такі основні функції фінансового менеджера:

- визначення потреби підприємства (фірми) у фінансових ресурсах з метою реалізації найефективніших інвестиційних проектів;
- відповідальність за аналіз альтернативних джерел фінансування, їх оцінювання і формування раціональної структури позикових коштів; забезпечення своєчасного одержання фінансових ресурсів з визначених джерел; при цьому важливо стежити за змінами ринкового становища підприємства і в разі потреби вносити корективи у фінансову політику підприємства;
- оптимізація прибутку підприємства і забезпечення стабільного прибутку;
- ефективне використання отриманих фінансових ресурсів; для цього важливо правильно керувати рухом оборотного й основного капіталу;
- забезпечення стабільного розвитку підприємства як системи за рахунок розширення власного виробництва або злиття з іншими підприємствами; запобігання банкрутству підприємства, відповідальність за відносини підприємства з банками, податковими органами, страховими компаніями, пенсійними фондами тощо.

Зазначені функції взаємопов'язані, причому одна функція може здійснюватися кількома шляхами; важливо знайти найприйнятніший.

## **11.4. КОМЕРЦІЙНЕ І ФІНАНСОВЕ ПІДПРИЄМНИЦТВО**

Комерційне підприємництво характеризується насамперед тим, що визначальну роль тут відіграють товарно-грошові та торгово-обмінні операції. Вони виражають основний зміст комерційного підприємництва. Основу цього виду підприємницької діяльності становлять операції й угоди з купівлі-продажу, тобто з перепродажу товарів і послуг.

За радянських часів у свідомості багатьох людей склався й укоренився негативний стереотип приватного комерційного підприємництва як антисуспільної, нетрудової і протизаконної діяльності, яку звичайно називають спекуляцією. Таке уявлення складалося впродовж кількох десятиліть.

Багато років в Україні панувала державна монополія не тільки на зовнішню, а й значною мірою на внутрішню торгівлю. Громадяни могли вільно продавати тільки продукцію власного господарства й особисті речі. Деякі права щодо торгівлі мали колгоспи і промислова та споживча кооперація, що по суті були недержавними.

Крім того, хоча формально економічна наука і статистика України зараховують торгівлю до галузей виробничої сфери, у свідомості людей торгівля і торгово-підприємницька діяльність не асоціюються не те що з виробничою, а й навіть з трудовою діяльністю. І нині доходи від торгівлі мало хто вважає трудовими.

Складність подолання поглядів на комерційне підприємництво, що сформувався в суспільній свідомості, зумовлена ще й тим, що іноді воно справді було й залишається протиправним.

В умовах гострого дефіциту на окремі товари і послуги працівники державної торгівлі або самостійно, або із залученням посередників реалізують за підвищеними цінами товари, призначені для продажу за державними цінами. У цьому разі комерсант одержує незаконну додаткову плату за торгово-посередницькі послуги, а по суті — хабар за продаж дефіцитного товару.

Подібна “комерційна” діяльність повинна переслідуватися і каратися. На жаль, відсутність законодавчого забезпечення правових норм комерційного підприємництва не дає можливості провести чітку грань між законною і протизаконною комерцією.

Загальна схема комерційного підприємництва багато в чому аналогічна схемі виробничо-підприємницької діяльності. Відмінність полягає в тому, що в разі комерційного підприємництва немає потреби в забезпеченні виробничими ресурсами, пов’язаними з випуском продукції, оскільки матеріальні ресурси підприємець купує як готовий товар, а потім реалізує їх споживачеві.

Комерційна справа доцільна, якщо вона забезпечує чистий прибуток не менш як 20 % витрат. Така жорстка вимога зумовлена високим рівнем ризику, що характерний для комерції.

Особливим видом комерційного підприємництва є *фінансове* (фінансово-кредитне). Об’єктом купівлі-продажу в цьому разі є дуже специфічний товар — гроші, іноземна валюта, цінні папери.

Для цього виду підприємництва гроші та цінні папери не тільки опосередковують товарообмінні операції, а й є основним об’єктом товарно-грошових відносин, перетворюючи їх на грошово-грошові або валютно-

грошові. По суті, підприємець має справу з продажем одних грошей за інші у прямій або непрямій формі.

За неринкової економіки фінансове підприємництво було цілковито монополізоване державними органами, а здійснення його окремими громадянами або колективами вважалося протизаконним.

За ринкової економіки ринок грошей, валюти, цінних паперів має право на законне існування, і активними агентами цього ринку поступово стають комерційні банки, фондові біржі, підприємства, організації і навіть окремі громадяни-підприємці. Право на здійснення громадянами операцій з цінними паперами закріплене законодавством України.

Загальна схема фінансової підприємницької угоди аналогічна схемі комерційної справи, але комерційним товаром у цьому разі стають гроші, валюта, цінні папери.

Як і в інших видах комерційної діяльності, фінансово-кредитній угоді мають передувати аналіз ринку цінних паперів і маркетингова діяльність, пов'язана з пошуком, виявленням і залученням потенційних покупців грошей, валюти, цінних паперів, тобто майбутньої клієнтури. Згодом таку діяльність здійснюватимуть фондові біржі, що стануть, можливо, основними осередками фінансового підприємництва.

Одночасно з виявленням потенційного покупця грошей, валюти, цінних паперів підприємець встановлює джерела їх отримання. Початковим власником фінансового товару може бути підприємець, який має гроші, валюту, цінні папери. У цьому порівняно рідкісному для умов України випадку підприємець є продавцем цінних паперів або лихварем, що дає цінні папери (гроші, валюту тощо) споживачеві в борг за певну плату або під певний відсоток.

Розглянемо такий специфічний вид фінансового підприємництва, коли підприємець відіграє роль виробника цінних паперів. Природно, що йдеться не про фальшивомонетників. Мається на увазі, що підприємець офіційно в юридично оформленому порядку випускає, а точніше, здійснює емісію таких цінних паперів, як власні акції, облігації, кредитні білети, комерційні папери (грошові зобов'язання, векселі). Суть підприємницької діяльності полягає в тому, що ці папери підприємець продає, розміщує за певних умов і зобов'язань як фінансовий капітал. Така форма фінансового підприємництва властива в основному для підприємств, а не окремих громадян.

Фінансове підприємництво потребує одержання інформації з ряду джерел, зокрема даних про потенційних покупців грошей, валюти, цін-

них паперів, про курс валюти, кредитний відсоток, про умови здійснення фінансово-кредитних операцій і порядок їх оформлення, необхідні джерела ресурсів.

Якщо такої інформації підприємець не має, він змушений одержувати її із зовнішнього джерела і платити за це грошову винагороду.

Основною завершальною частиною фінансової угоди є продаж грошей, валюти, цінних паперів покупцю, тобто кінцевому споживачеві або іншому підприємцю, що перепродує їх. У результаті підприємець одержує грошовий дохід, який має бути достатнім для покриття усіх витрат і одержання прибутку.

Зазначимо, що завершальна частина угоди, у процесі якої виникають прямі фінансові відносини між підприємцем і покупцем, потребує ретельного оформлення, особливо якщо гроші надходять до підприємця від покупця через певний час після передання останньому куплених ним грошей, валюти, цінних паперів. Мається на увазі, що потрібно ретельно перевірити фінансову спроможність покупця, встановити можливу заставу, визначити гаранта, який може поручитися за покупця.

Фінансова угода доцільна, якщо за її тривалості менше року розрахунковий прибуток становить щонайменше 5% обсягу угоди. Для триваліших угод відсоток прибутку підвищується (до 10–15%).

На закінчення зазначимо: викладені дані про підприємницьку діяльність містять тільки вихідні передумови, що допомагають опанувати основи підприємництва. Подальший їх розвиток можливий на основі практики кожного підприємця.

## **11.5. ЦІНА І МЕХАНІЗМ РИНКОВОГО ЦІНОУТВОРЕННЯ**

*Ціна* — це грошове вираження вартості предмета, об'єкта, товару, тобто кількість грошових одиниць, що характеризує вартість [6; 34]. При цьому вважається, що вартість визначається суспільно необхідними затратами праці на виробництво і реалізацію цього товару. Це визначення можна подати у вигляді формули:

$$Ц = \frac{W_T}{W_G},$$

де  $W_T$ ,  $W_G$  — вартість відповідно товару та грошей.

Іншими словами, *ціна* — це форма виявлення вартості (мінова вартість) при обміні товару, але не на будь-який інший товар, а тільки на грошовий (золото, срібло або грошові знаки, що замінюють їх). Це найзагальніше розуміння ціни з позицій політичної економії. За такого підходу ціна залежить тільки від двох чинників і їх співвідношення: затрат праці на виробництво та реалізацію товару, що визначають його вартість, і вартості грошей. Коли ж ціна розглядається на конкретнішому рівні, то називаються й такі чинники, як споживні властивості (якість) товару, співвідношення пропозиції і попиту на цей товар та ін.

Ціни, уся їх сукупність становлять не тільки індивідуальну, особисту, а й суспільну, соціальну категорії. Вони регулюють як окремі купівлі та продажі товарів споживачам, так і економічні процеси в цілому, включаючи суспільне виробництво, розподіл товарів, обмін або споживання благ, надання послуг. Тут усі разом узяті ціни діють як загальний, єдиний, цілісний ціновий механізм.

У ціновому механізмі варто вирізнити дві взаємодіючі частини. З одного боку, це ціни, їх види, структура, динаміка зміни, а з іншого — ціноутворення як спосіб, правила встановлення, формування нових цін і зміни діючих. Ціноутворення є активною частиною цінового механізму, що визначає розмір ціни. Таким чином, ціни і ціноутворення становлять єдиний ціновий механізм.

Під загальним поняттям “ціна” мається на увазі цілий комплекс економічних понять, що входять у єдину синтетичну економічну категорію. Під однією назвою “ціна” існує безліч її видів, що різняться призначенням, сферою застосування та способом формування.

Щоб одержати конструктивне уявлення про ціноутворення, розглянемо способи і підходи до формування видів цін в умовах неринкової і ринкової економіки. Для неринкової економіки характерними видами цін є роздрібні, оптові та закупівельні.

*Роздрібними* прийнято називати *ціни*, за якими товари продаються в так званій роздрібній торговій мережі, тобто в умовах їх продажу індивідуальним покупцям при відносно невеликому обсязі кожного продажу. За роздрібними цінами звичайно реалізуються товари народного споживання населенню й меншою мірою — підприємствам, організаціям, кооперативам.

*Оптовими* називають *ціни*, за якими продукція реалізується великими партіями в умовах так званих оптових торговельно-збутових операцій між підприємствами, а також при реалізації продукції через спеціалі-

зовані магазини і збутові контори оптової торгівлі, на товарних біржах і в будь-яких інших торгових організаціях, що продають товари оптом. Оптова ціна, як правило, нижча за роздрібну на розмір витрат обігу і прибутку торговельно-збутових організацій.

Одночасно з оптовими у плановій економіці існують *закупівельні ціни*, за якими державні торговельно-закупівельні організації закупають сільськогосподарську продукцію в її виробників.

У принципі плановий спосіб ціноутворення має певні переваги: досить простий; ціна відбиває реальні витрати виробництва; ціни встановлюються зверху спеціальними державними організаціями. Оптова ціна, за якою підприємство-виготовлювач продає свою продукцію, дорівнює витратам виробництва (собівартості), до яких приплюсовується нормативний прибуток. Роздрібна ціна для індивідуального споживача встановлюється як оптова плюс витрати і прибуток торгових організацій, включаючи й транспортні витрати.

Однак на практиці централізованої економіки така схема має певні недоліки. Основний з них впливає з ринкової природи планово-директивного ціноутворення. Річ у тім, що на ціну покладалася невластива їй роль соціального і бюджетного регулятора економіки. Невпорядкованість оптових цін, вкрай низькі державні оптові ціни на сировину робили нерентабельними цілі галузі, такі як сільське господарство, вугільна, а далі й нафтова промисловість. У результаті доводилося видавати великі дотації з державного бюджету, що призводило до розбалансованості економіки галузей народного господарства.

Наявність різних цін на однотипну продукцію в різних країнах зумовлює необхідність використання *світових цін*. Це ціни, визнані на певний період організаціями, що займаються міжнародною торгівлею, або середні значення цін на товари, що встановилися в різних країнах і регіонах. У соціалістичній економіці світові ціни застосовувалися вкрай обмежено. З поступовим переходом до ринкової економіки і включенням України у світову господарську систему їх роль підвищується.

Наявність різноманітних форм торгівлі зумовлює розподіл роздрібних цін на групи відповідно до їх застосування в окремих секторах економіки і торгівлі. Так, розрізняють ціни державні, кооперативні, комісійні, аукціонні, ціни колгоспного ринку. У перехідний період від державної економіки до ринкової за наявності дефіциту товарів існування різних цін на однотипні товари неминуче. Певною мірою воно є в будь-якій країні зі змішаною економікою.



Близькі до цін за економічним змістом і призначенням тарифи на послуги транспорту і зв'язку, побутові та комунальні послуги, а також ціни на проєктні, будівельні, монтажні роботи.

Ціни зафіксованої договором угоди між виробником товарів, продукції, робіт і торговельною організацією, споживачами — взагалі між будь-яким замовником і виконавцем робіт називають *договірними*.

Ціни, на які не поширюється дія жодних державних актів та інших документів, умов, обмежень, які встановлюються за взаємною угодою між продавцем і покупцем, зумовлені взаємодією попиту і пропозиції, називають *вільними*. За неринкової економіки до таких цін належали тільки ціни колгоспного і тіньового ринків та кооперативні ціни тією мірою, якою на них не було накладено цінових обмежень. З переходом до ринкової економіки діапазон дії вільних ринкових цін істотно розширюється. Цей процес називають *лібералізацією цін*.

Ціни і тарифи фіксуються у спеціальних документах — прейскурантах. Зазначені у цих документах ціни називають *прейскурантними*. В умовах державного ціноутворення прейскурант (цінник) був основним вихідним ціновим документом. В умовах ринкової економіки прейскурант стає довідково-інформаційним документом.

Розглянемо докладніше механізм ціноутворення в умовах ринкової економіки. Продавець, що представляє інтереси виробника товарів і власні, прагне підвищити ціну виходячи з розміру витрат і бажання одержати великий прибуток. Покупець, споживач, керуючись “корисливим” підходом і бажанням знизити витрати на одиницю корисного ефекту, прагне знизити ціни. У цьому прагненні йому допомагає конкуренція між виробниками. Виробнику та продавцю сприяють конкуренція між споживачами і попит, що постійно змінюється.

У складному багатofакторному процесі акт купівлі-продажу за взаємоприйнятними цінами відбувається тільки тоді, коли ціна встановлюється на основі вирівнювання попиту і пропозиції за умови згоди між двома сторонами, інтереси яких зіштовхнулися на вільному ринку. Таку ціну називають *ринковою*, а якщо її фіксують у договорі — *договірною*. Однак така ціна може бути встановлена тільки в умовах ринку; якщо його немає, то немає й не може бути об'єктивної ціни. Ринкове ціноутворення можливе тільки тоді, коли на ринку є достатня кількість товарів, продавці конкурують у прагненні продати товар і водночас є багато покупців товару. Такий ринок називають ідеальним.

Типова поведінка покупця в таких умовах характеризується кривою попиту, який залежить від потреб покупця і наявності коштів у зазначе-

ний період. Покупець може купити тим більше товару, чим нижча його ціна, тобто тут спостерігається обернено пропорційна залежність між розміром попиту на товар і його ціною. *Розмір попиту* — це кількість товару, що його масовий споживач може купити протягом деякого періоду (місяця, року) за певної ціни цього товару.

**Попит** — це залежність між кількістю товару, що його масовий споживач добровільно купує протягом певного періоду, і ціною цього товару. Як правило, за інших рівних умов що вища ціна товару, то менше його купують, і навпаки. У цьому й полягає раціональна поведінка масового споживача: за фіксованого споживчого бюджету обсяг споживання певного товару тим нижчий, чим вища ціна товару.

Математично залежність попиту на товар описується кривою попиту  $P = f(q)$ , де  $P$  — ціна одиниці товару;  $q$  — кількість одиниць товару, що купується протягом певного періоду. Приклад такої функції наведено на рис. 32.

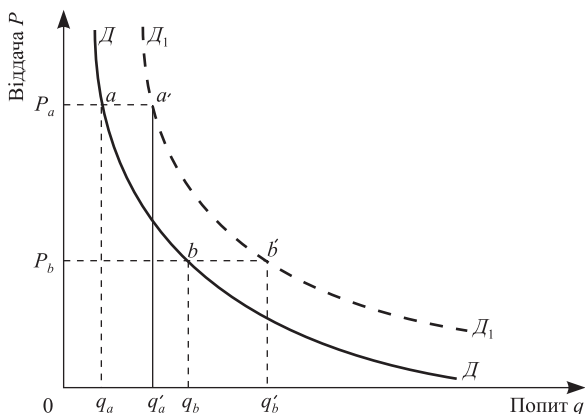


Рис. 32. Функціональна залежність попиту від ціни товару

На рис. 32 крива попиту  $DD$  відбиває залежність ціни товару від його кількості, що купується за певною ціною за деякий період часу. Більшому значенню розміру попиту  $q_b$  відповідає менша ціна  $P_b$ , а меншому значенню  $q_a$  — більша ціна  $P_a$ , тобто за інших рівних умов при збільшенні ціни обсяг попиту зменшується і навпаки.

Існує принципова відмінність між поняттями зміни попиту від ціни і зміни самого попиту як його залежності від ціни. Коли говоримо, що при зменшенні ціни товару від  $P_a$  до  $P_b$  обсяг попиту збільшується від значення  $q_a$  до  $q_b$ , ми характеризуємо рух точки попиту вздовж кривої попиту  $DD$ .

Коли у зв'язку зі збільшенням прибутку підприємницьких господарств попит на певний товар підвищується, мається на увазі, що при кожному значенні ціни  $P$  попит зростає. При підвищенні попиту на товар ціни  $P_a$  відповідатиме обсяг попиту  $q'_a > q_a$ , а ціні  $P_b$  — обсяг попиту  $q'_b > q_b$ .

Поведінка ринкового продавця характеризується кривою пропозиції. Що вища ціна товару на ринку, то більший прибуток одержує продавець, а отже, він прагнучим збільшувати обсяг продажу, збільшуючи ціну товару.

Хоча прагнення покупця і продавця, їх реакція на збільшення (або зменшення) ціни різні, акт купівлі-продажу не відбудеться, доки не встановиться взаємоприйнятна ціна, яку звичайно називають *рівноважною*, тому що вона врівноважує попит і пропозицію. Графічно така ціна відповідає точці перетину кривих попиту і пропозиції (рис. 33). Перетин кривої пропозиції товару  $SS$  із кривою його попиту  $DD$  визначає рівноважну ринкову ціну товару.

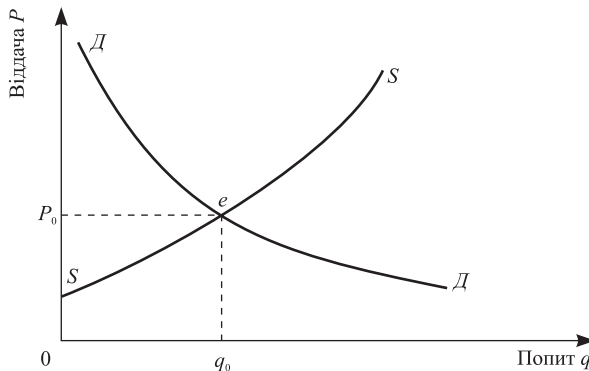


Рис. 33. Криві попиту і пропозиції

Зазначимо, що рівноважна ринкова ціна встановлюється не одразу, а після ряду спроб збільшити або зменшити її з боку продавця і покупця, тобто в результаті торгу.

Наголосимо також, що криві попиту і пропозиції звичайно відповідають певному часу (місяць, рік). Вони зміщуються у часі. Найчастіше зміщується вгору крива попиту, що призводить до підвищення ринкових цін, а в разі довгострокової тенденції — до інфляції.

Хоча ринкова ціна не визначається за розрахунковими формулами, однак ринковий механізм ціноутворення не заперечує попереднього розрахунку цін на основі моделей ціноутворення. Ця потреба впливає з того, що продавець і покупець, виробник і споживач у процесі торгу виходять з певних міркувань, передумов, що виражаються у вигляді оцінок, своєрідних попередніх цін. Для виробників продукції, товарів, послуг попередня розрахункова ціна потрібна ще на стадії проектування, розробки цієї продукції, щоб не збанкрутувати при реалізації. Таким чином, постає потреба у прогнозних, розрахункових цінах. А для їх визначення треба використовувати моделі ціноутворення, подані у вигляді методик і формул. Одна з найпоширеніших у практиці ціноутворення моделей — визначення ціни за затратами (витратами) виробництва. Згідно з цією моделлю ціна

$$Ц = С + П + Н,$$

де С — собівартість продукції; П — нормативний, або розрахунковий, прибуток; Н — надбавки (знижки) до ціни.

До собівартості входять різні види витрат на виробництво товару (продукції, робіт, послуг), що їх зазнає виробник.

Поряд із собівартістю при формуванні ціни за витратами важливе місце належить прибутку. *Прибуток* — це грошовий вираз вартості додаткового продукту або своєрідна грошова надбавка виробника (продавця) продукції, яку одержують завдяки тому, що мінова вартість продукту перевищує витрати на його виробництво, транспортування до місця продажу і реалізацію.

Коли ціна прогнозується, складно передбачити реальний прибуток, оскільки товар не реалізований. Тому застосовують метод нормативно-розрахункового прибутку. З цією метою використовують таку категорію, як рентабельність, або відносний прибуток.

В економічній практиці України прибуток зараховували до собівартості продукції, до вартості основних виробничих фондів, до зарплати або до суми фонду заробітної плати й амортизації. З позицій розрахунку цін зручніше користуватися значенням рентабельності у вигляді відношення прибутку до собівартості.

*Норматив рентабельності* — це встановлений органами фінансово-го регулювання або суспільно визнаний середній, а найчастіше граничний рівень рентабельності. Якщо нормативне значення рентабельності відоме, то нормативний прибуток у складі ціни визначається простим множенням рентабельності на собівартість (і діленням на 100, якщо рентабельність виражена у відсотках).

В економіці України рівень рентабельності 10 % вважається прийнятним, 20 % — нормальним, 30 % — високим. Якщо рентабельність підприємства, обчислена за цінами на всі вироблені ним види продукції, набагато перевищує 30 %, це вказує на одержання підприємством надприбутку. У цьому разі прибуток може оподатковуватись або вилучатися до бюджету.

Розглядаючи вартість з позицій теорії корисності, доцільно застосовувати параметричне ціноутворення, в умовах якого ціна відбиває насамперед якість товару. Параметричну ціну визначають так:

$$Ц_{\text{п}} = Ц_{\text{баз}} + Ц_1 P_1 + Ц_2 P_2 + \dots,$$

де  $Ц_{\text{баз}}$  — ціна базового зразка певного виду продукції;  $Ц_1$  — ціна одиниці продукції;  $P_1$  — зміна параметрів якості продукції порівняно з базовими.

Коли визначають ціну товару за параметричним методом, вибирають базовий зразок, тобто аналог цього виду продукції, ціна якого відома. Потім встановлюють сукупність властивостей, характеристик, якісних ознак, за якими оцінювана продукція відрізняється від базової (корисний обсяг і маса, потужність, надійність, ресурсомісткість, комфортність, естетичність тощо). Числове значення кожної з цих характеристик називається *параметром якості*.

Порівнюючи параметри оцінюваної продукції з аналогом (базовим зразком), з'ясуємо, наскільки вони різняться з урахуванням того, що зміни можуть бути як позитивними, так і негативними.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Наведіть визначення підприємств ринкового типу.
2. Показники фінансової стабільності підприємств ринкового типу.
3. Найважливіші чинники, що впливають на фінансове управління за ринкової економіки.

4. Які види підприємницького ризику існують в умовах ринку?
5. Що ви розумієте під стратегією управління підприємством?
6. Основні функції фінансового менеджера.
7. Чим характеризується комерційне і фінансове підприємництво?
8. Яким є механізм ринкового ціноутворення?
9. Як визначити рентабельність підприємства?

**ФІНАНСОВІ ПРОБЛЕМИ  
ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ  
ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА  
В УМОВАХ РИНКУ**

---

---

- Способи і методи вибору інвестиційних рішень в умовах ризику.
  - Формування фінансових ресурсів і джерела їх утворення на підприємстві.
  - Методи оцінювання ринкової вартості акцій і боргу.
  - Боргові фінансові ресурси підприємства.
  - Управління портфелем цінних паперів на підприємстві.
  - Розподіл прибутку підприємства на реінвестування розвитку виробництва і дивіденди.
- 
- 

**12.1. СПОСОБИ І МЕТОДИ ВИБОРУ  
ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ  
В УМОВАХ РИЗИКУ**

Підприємство як система розвивається подібно до зміни періодів формування, функціонування і відновлення. Відповідно й процес фінансового управління складається з управління формуванням системи інвестицій і системи фінансових ресурсів та фінансових джерел підприємства; розподілом прибутку; процесом зростання або скорочення фінансових можливостей підприємства. Кожний період характеризується метою, засобами її досягнення й отриманими результатами [27].

Мета періоду формування полягає у створенні індивідуальної системи інвестицій підприємства, адекватної потребам ринку і внутрішнім

можливостям. Засобом досягнення мети є інвестиції та вибір фінансових джерел для їх здійснення. Через формування системи інвестицій створюється капітал підприємства.

Зазначимо, що мета періоду формування і його результат не завжди збігаються. Мало того, між ними можуть виникати суперечності, основна причина яких полягає в тому, що зовнішнє середовище підприємства може змінюватися швидше, ніж внутрішнє. Існує два розуміння категорії інвестування. У широкому значенні *інвестування* — це вкладення будь-яких коштів з метою подальшого одержання прибутку, у вузькому — це вкладення коштів у матеріальну частину бізнесу, тобто в основний та оборотний капітал підприємства [26].

Метою інвестування є одержання вигоди. Для вимірювання вигоди використовують дохід і прибуток. Імовірність досягнення мети залежить від правильності оцінювання ризику, повноти і точності його розрахунку.

Якщо інвестиційне рішення приймається в умовах визначеності, то враховується насамперед одна змінна — віддача, або рентабельність. Наприклад, якщо від проекту *A* очікується рентабельність 20 %, а від проекту *B* — 35 %, то вибір за інших рівних умов однозначний. Вибір інвестиційного проекту в умовах ризику складніший, бо визначається вже двома змінними — віддачею і ризиком. Наприклад, проект *A* обіцяє більшу віддачу, але водночас він ризикованіший. За цих умов вибір залежить від ставлення підприємства до ризику і віддачі.

Кожне підприємство з огляду на власні особливості по-своєму ставиться до ризику і віддачі. Більшість підприємств вважають кращими проекти, не пов'язані з ризиком. Водночас ставлення до ризику багато в чому залежить від розміру капіталу, наявного на підприємстві. Якщо він невеликий і становить, наприклад, 100 млн грн, то втрата для підприємства 20 млн грн дуже істотна. Якщо розмір капіталу становить 1 млрд грн, то ставлення до втрати 20 млн грн буде іншим, підприємство може ризикувати. Це пояснюється дією закону граничної корисності капіталу, що зменшується. Підприємці, чий капітал не перевищує певної межі, намагаються уникати ризику; при переході цієї межі суб'єктивна оцінка цінності капіталу знижується, і інвестори ризикують сміливіше.

Таким чином, в умовах ринкової економіки кожне підприємство, вибираючи інвестиційний проект, повинно оцінити ризик.

У світовій практиці існує кілька методів оцінювання ризику: статистичний, експертний і комбінований.



**Статистичний метод** вимірювання ризику полягає у вивченні статистики втрат, що були на тому чи іншому підприємстві: встановлюють ймовірність одержання економічної віддачі й визначають середній розмір цієї віддачі, після чого складають прогноз. Основними інструментами статистичного методу є варіація і дисперсія.

**Варіація** — це зміна (коливання) величини ознаки (наприклад, зміна економічної рентабельності при переході від одного випадку, варіанта до іншого або за роками).

Варіацію можливих наслідків інвестиційних рішень можна здійснити за допомогою двох величин: економічної віддачі та ймовірності одержання віддачі на рівні  $n$ -го періоду в майбутньому періоді. Нульова ймовірність означає неможливість одержання віддачі, одинична — обов'язкове одержання віддачі. Сума ймовірностей усіх можливих варіантів одержання віддачі дорівнює одиниці, тобто

$$\sum_{i=1}^n P_i = 1.$$

Як приклад розглянемо підприємство, що спеціалізується на виробництві залізобетонних панелей для житлового будівництва. На підприємстві вважають, що результати минулих років є представницькими і бачать оцінити власне інвестиційне рішення на наступний рік.

Припустимо, що підприємство має таку рентабельність за роками:

Рік	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Економічна рентабельність, %	12	16	16	13	18	18	16	17	22	22

Визначимо середню віддачу за цей період:

$$r = \frac{12+16+16+13+18+18+16+17+22+22}{10} = 17 \% .$$

З наведених даних бачимо, що віддача 12 % була тільки один раз за 10 років, тобто ймовірність цього випадку дорівнює 0,1; віддача 16 % зустрічається тричі, тобто ймовірність дорівнює 0,3; віддача 13 % — один раз, тобто ймовірність дорівнює 0,1; віддача 18 % — двічі, ймовірність дорівнює 0,2. Середню віддачу за десять років можна розрахувати також іншим способом:

$$r = 12 \cdot 0,1 + 16 \cdot 0,3 + 13 \cdot 0,1 + 18 \cdot 0,2 + 17 \cdot 0,1 + 22 \cdot 0,2 = 17 \% .$$

У загальному вигляді рівняння для визначення віддачі має такий вигляд:

$$r = \sum_{i=1}^n r_i P_i,$$

де  $r_i$  — фактичне значення показника віддачі;  $P_i$  — імовірність одержання віддачі  $r_i$  у майбутньому.

Варіація вимірюється дисперсією ( $D$ ) — швидкістю коливання значень можливих варіантів навколо середнього значення.

*Дисперсія* — це ступінь розкиду (розсіювання):

$$D = \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 P_i,$$

де  $\bar{r}$  — середнє значення показника віддачі.

Якщо з дисперсії добути квадратний корінь, то одержимо так зване стандартне відхилення. Що вище його значення, то ризикованішими є розглянуте рішення та вся діяльність підприємства. Такі розрахунки можна зробити для кожного рівня віддачі виходячи з уже відомих даних економічної рентабельності. Приклад розрахунку дисперсії наводиться в табл. 5.

Таблиця 5

**Розрахунок дисперсії**

$r_i$	$P_i$	$r_i P_i$	$r_i - \bar{r}$	$(r_i - \bar{r})^2 P_i$
12	0,1	$12 \cdot 0,1 = 1,2$	$12 - 17 = -5$	$(-5) \cdot (-5) \cdot 0,1 = 2,5$
13	0,1	$13 \cdot 0,1 = 1,3$	$13 - 17 = -4$	$(-4) \cdot (-4) \cdot 0,1 = 1,6$
16	0,3	$16 \cdot 0,3 = 4,8$	$16 - 17 = -1$	$(-1) \cdot (-1) \cdot 0,3 = 0,3$
17	0,1	$17 \cdot 0,1 = 1,7$	$17 - 17 = 0$	$0 \cdot 0 \cdot 0,1 = 0$
18	0,2	$18 \cdot 0,2 = 3,6$	$18 - 17 = 1$	$1 \cdot 1 \cdot 0,2 = 0,2$
22	0,2	$22 \cdot 0,2 = 4,4$	$22 - 17 = 5$	$5 \cdot 5 \cdot 0,2 = 5,0$
		$\bar{r} = 17$		$D^2 = 6,8$

Найнижчою (12%) віддача була в 1983 р. Оскільки така віддача спостерігалася тільки раз за 10 років, то ймовірність цього випадку дорівнює 0,1. Ураховуючи, що середня віддача за 10 років дорівнює 17%, відхилення віддачі за 1983 р. від середнього значення становить 5% (17 – 12). Загалом за 10 років дисперсія дорівнює 6,8, а стандартне відхилення — 2,6%. Це невисокий ступінь відхилення. Отже, наступного року очікується (з достатньою вірогідністю) рентабельність 19,6% (17 + 2,6).

Варто врахувати, що статистичний метод потребує великої кількості вихідних даних, які не завжди має фінансовий менеджер. За відсутності інформації прийнятнішим є експертний метод.

**Експертний метод** вимірювання підприємницького ризику ґрунтується на узагальненні думок досвідчених підприємців або фахівців. При цьому експерти мають доповнювати власні оцінки даними про ймовірність виникнення різних розмірів втрат.

Можливе також *комбінування* статистичного й експертного методів, тобто можна використовувати **комбінований метод** оцінювання ризику. Одним із способів зменшення ризику підприємницької діяльності є диверсифікація виробництва й інвестицій. Але при цьому потрібно вибрати таку комбінацію видів діяльності, яка зменшила б ризик фінансового банкрутства підприємства. Наприклад, на підприємстві залізобетонних виробів, що спеціалізується на виробництві залізобетонних панелей для житлового будівництва, потенційно можна організувати виробництво сталевих конструкцій та дерев'яних виробів, тобто диверсифікувати його.

Доходи підприємства залежать від поведінки покупця на ринку, тому треба проаналізувати попит на таку продукцію. З метою зниження ризику при формуванні портфеля інвестицій переважно вибирають виробництво такої продукції (послуг), коли в разі збільшення попиту на один вид продукції попит на інший падає. Диверсифікація, як правило, зменшує сукупну рентабельність на підприємстві, але при цьому знижує ризик різкого зменшення прибутку.

Найважливішим завданням підприємства є оцінювання ефективності запланованих капіталовкладень. У світовій практиці для її визначення найчастіше застосовують такі методи розрахунку: *часу окупності*; *чистої поточної вартості*; *середнього прибутку*; *внутрішньої норми рентабельності*; *індексу рентабельності*. Розглянемо їх докладніше.

**Метод розрахунку часу окупності** ґрунтується на розрахунку строку окупності, тобто зводиться до обчислення оборотного періоду, за який інвестиції починають приносити прибуток.

**Приклад.** Нехай у проект *A* потрібно вкласти 600 млн грн, а у проект *B* — 650 млн грн. Проект *A* за 5 років дасть дохід на суму 750 млн грн (270 + 200 + 120 + 90 + 70). За час експлуатації буде отримано прибуток 150 млн грн (750 – 600). За прогнозами, проект *B* дасть дохід на суму 900 млн грн (400 + 350 + 100 + 50), тобто за час експлуатації прибуток становитиме 250 млн грн (табл. 6).

## Порівняння інвестицій у різні проекти і доходів від них за роками

Рік	Дохід від інвестицій проекту	
	А (600 млн грн)	Б (650 млн грн)
1-й	270	400
2-й	200	350
3-й	120	100
4-й	90	50
5-й	70	0
Разом	750	900
Прибуток (загальний дохід – інвестиції)	150 (750 – 600)	250 (900 – 650)

З розрахунків бачимо, як швидко підприємство зможе перетворити інвестиції й активи назад у гроші. Перевагою цього методу є його простота.

Водночас метод розрахунку часу окупності має певні недоліки. По-перше, строк окупності не завжди є об'єктивною мірою визначення прибутковості, по-друге, ігнорується потік доходів після окупності.

Щоб оцінити капіталовкладення, потрібно визначити інвестиції, дохід і прибуток для кількох альтернативних проектів у часі. На цьому ґрунтується *метод розрахунку чистої поточної вартості*. За його допомогою порівнюється поточна вартість майбутніх грошових надходжень від програми капіталовкладень з початковим відпливом коштів, пов'язаним з капіталовкладеннями. Чисте надходження готівки визначається як різниця між планованим доходом від інвестицій і планованими витратами на них.

**Приклад.** Припустимо, що інвестиції потрібно вкладати зараз, тому їх вартість після дисконтування дорівнює сумі, яку треба вкласти (множник дисконту дорівнює одиниці). Водночас доходи будуть отримані через рік, два або кілька років, тому сьогодні ті доходи, що будуть отримані в майбутньому, коштують менше.

Дисконтування дає можливість встановити нинішній фінансовий еквівалент майбутньої суми, тобто зменшити її на прибуток, що наростає за певний термін, за правилом складних відсотків. Наприклад, якщо сьогодні інвестується 1000 грн під 10 % річних, то в майбутньому інвестор отримає: через один рік —  $1000(1 + 0,1) = 1100$  грн, через два роки —  $1000(1 + 0,1)^2 = 1210$  грн і т. д.

У загальному вигляді процес реінвестування можна записати так:

$$MB = NB(1 + r)^n,$$

де  $MB$  — вартість, що буде отримана в майбутньому;  $NB$  — нинішня вартість майбутніх прибутків;  $r$  — ставка відсотка;  $n$  — кількість років, за які робиться підсумовування.

Знаючи вартість, що буде одержана в майбутньому, і ставку відсотка, можна визначити нинішню вартість майбутніх прибутків:

$$NB = \frac{MB}{(1+r)^n}.$$

Нинішня вартість передбачуваної грошової суми в майбутньому буде тим нижчою, чим вища ставка відсотка в банку і довший термін, необхідний для її отримання.

Порівняємо нинішню вартість майбутніх прибутків від втілення проєктів  $A$  і  $B$  (табл. 7).

**Розрахунок поточної вартості**

Таблиця 7

млн грн.

Показник	Вартість за проєктом $A$		Вартість за проєктом $B$	
	абсолютна	після дисконтування	абсолютна	після дисконтування
Інвестиції (витрати)	600	600	650	650
Дохід за рік:				
1-й	270	$245,45 = \frac{270}{(1+0,1)}$	400	$363,64 = \frac{400}{(1+0,1)}$
2-й	200	$165,29 = \frac{200}{(1+0,1)^2}$	350	$189,26 = \frac{350}{(1+0,1)^2}$
3-й	120	$90,23 = \frac{120}{(1+0,1)^3}$	100	$75,19 = \frac{100}{(1+0,1)^3}$
4-й	90	$61,52 = \frac{90}{(1+0,1)^4}$	50	$34,18 = \frac{50}{(1+0,1)^4}$
5-й	70	$43,75 = \frac{70}{(1+0,1)^5}$	0	0
Сукупний дохід	750	606,24	900	762,27
Нинішня вартість сукупного прибутку, який буде отримано в майбутньому	150	6,24	250	112,27

З даних табл. 7 випливає, що кращим є проект *Б*. У загальному вигляді чиста поточна вартість

$$\text{ЧПВ} = \text{ПВ} - \text{КВ},$$

де *ПВ* — поточна вартість прибутку,

$$\text{ПВ} = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} = \frac{D_t}{(1+r)^t};$$

*КВ* — вплив коштів через капіталовкладення.

Тоді

$$\text{ЧПВ} = \frac{D_t}{(1+r)^t} - \text{КВ},$$

де  $D_t$  — очікуваний приплив коштів за період  $t$  ( $t = 1, 2, \dots, n$ );  $r$  — віддача, або рентабельність.

Отже, *чиста поточна вартість* — це різниця між сумою дисконтованих чистих грошових доходів та інвестиціями. Якщо чиста поточна вартість позитивна, то інвестиції перспективні для підприємства. При цьому вибирають проекти з вищою чистою поточною вартістю.

При використанні *методу розрахунку середнього прибутку* середній прибуток визначається відношенням загального прибутку до середніх інвестицій за період реалізації проекту. Вибирають проекти з найвищою рентабельністю (табл. 8).

Таблиця 8

**Розрахунок середнього прибутку**

млн грн.

Показник	Проект А	Проект Б
Сукупні інвестиції	600	650
Прибуток	150	250
Середні інвестиції	120	130
Середній прибуток	30	50
Середній відсоток прибутку	25	38

У розглядуваному прикладі проект *Б* передбачає вищий відсоток середнього прибутку і тому кращий, якщо брати до уваги однаковий п'ятирічний період. Метод розрахунку середнього прибутку можна застосовувати для порівняння різних інвестиційних проектів, але він необ'єктивний для обчислення відсотків середнього прибутку. Цей метод не враховує також в чистому вигляді нинішню вартість майбутнього прибутку.

За *методом розрахунку внутрішньої норми рентабельності* внутрішня ставка віддачі визначається як ставка дисконту, що забезпечує рівність нинішньої вартості чистого потоку прибутків від проекту і вартості суми інвестицій:

$$KB = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t},$$

де  $r$  — дисконтна ставка, за якої чиста поточна вартість дорівнює нулю.

Існує правило: якщо внутрішня норма рентабельності перевищує відсоткову ставку дисконту або дорівнює їй, то інвестиції доцільні.

Програми інвестицій можуть виключати одна одну, якщо одну з них, наприклад, через обмеження фінансових джерел не можна реалізувати. У цьому разі програми класифікують за принципом привабливості для інвестора.

Найефективнішими при виборі інвестицій вважаються метод розрахунку чистої поточної вартості та *метод розрахунку індексу рентабельності*. Індекс рентабельності оперує з такими самими змінними, що й чиста поточна вартість, але комбінує їх по-іншому. Показник рентабельності інвестицій визначається як відношення поточної вартості прибутку до витрат на капіталовкладення:

$$PI = \frac{ПВ}{KB}.$$

Якщо  $PI > 1$ , то інвестиції ефективні.

Проте метод розрахунку часу окупності, хоча й має істотні недоліки, про які йшлося, широко використовують на практиці. Це пов'язано, по-перше, з його простотою, по-друге, з тим, що підприємство часто більшою мірою інтересує строк окупності, оскільки за невизначеності умов господарювання підприємство побоюється банкруства. У перехідний період до ринкової економіки цей метод є найприйнятнішим через високу нестабільність економіки і недостатню підготовленість менеджерів. Однак визначити найкращий варіант можна тільки на основі методу розрахунку чистої поточної вартості.

Підприємство вибирає інвестиційний проект не ізольовано, а у взаємозв'язку з існуючими видами діяльності та іншими проектами. Тому, вибираючи той чи інший проект інвестицій, важливо знати ступінь зв'язку між цими проектами або видами діяльності. Якщо одним з основних завдань фінансового управління підприємством є забезпечення його виживання, тобто зменшення ризику в умовах різкого зниження прибутку, то

при формуванні структури підприємства потрібно забезпечити диверсифікацію за збутом на ринку і за життєвим циклом продукції, яку випускає підприємство. Загальною тенденцією через це є перехід до ринкової економіки, від спеціалізації до диверсифікації.

Таким чином, основним способом зменшення ризику за ринкової економіки є диверсифікація, але вона не може зменшити будь-якого ризику, адже на підприємство істотно впливають процеси, що відбуваються в економіці в цілому. Наприклад, якщо очікується криза або піднесення, змінюється ставка банківського відсотка або приймається непередбачуване урядове рішення, ризик за допомогою диверсифікації зменшити неможливо. Такий *ризик* називається *недиверсифікаційним*, або *несистематичним*.

Під час вибору проекту інвестицій і формування портфеля важливо, щоб цей проект узгоджувався з коротко- та довгостроковою стратегіями розвитку підприємства.

**Приклад.** Часто підприємство, визначивши рентабельні проекти, які відповідають його стратегії, стає перед проблемою: для їх реалізації не вистачає фінансових коштів. У такому разі розраховують рентабельність інвестицій з внутрішніх і зовнішніх джерел (табл. 9).

Таблиця 9

Розрахунок рентабельності інвестицій

Проект	Прогнозований річний прибуток, млн грн.	Рентабельність інвестицій, %	Чистий прибуток, млн грн.	Чиста рентабельність інвестицій, %	Рентабельність інвестицій з внутрішніх джерел, %
<i>A</i>	400	40	350	35	70
<i>B</i>	300	30	250	25	50
<i>B</i>	10	10	-40	-4	-8

Підприємство, маючи тільки 1000 млн грн власних джерел фінансування інвестицій, якщо не вдаватиметься до зовнішніх джерел фінансування, віддасть перевагу проекту *A*, що обіцяє принести прибуток 400 млн грн. Якщо ж підприємству вдасться одержати ще 500 млн грн на кожний проект, то воно зможе фінансувати обидва проекти *A* і *B*, інвестувавши на них по 500 млн грн власних і залучених коштів.

Прогнозований прибуток за інвестиціями на кожний проект зменшиться на 50 млн грн, що підуть на оплату відсотків за залучені кошти. Отже, чистий прибуток за проектом *A* становитиме 350 млн грн, а за проектом *B* — 250 млн грн. Сумарний прибуток підприємства дорівнюватиме



600 млн грн (350 + 250). Це більше, ніж підприємство може одержати без залучення додаткового капіталу. Порівняння рівня рентабельності інвестицій з рівнем відсотка, що сплачується за залучення додаткових коштів, є важливим принципом кваліфікованого менеджменту.

Якщо рівень прибутку на інвестиції перевищує рівень плати за залучений капітал, зовнішнє фінансування доцільне.

Усі розглянуті методи і способи ефективного інвестування потрібні фінансовому менеджеру для обґрунтованого впорядкування інвестиційного кошторису і вибору на його основі портфеля інвестицій. Вибір інвестиційного портфеля тісно пов'язаний з вибором джерел фінансування, їх оцінюванням і вибором співвідношення власних і позикових коштів, тобто з формуванням системи фінансових джерел.

## **12.2. ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ І ДЖЕРЕЛА ЇХ УТВОРЕННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ**

*Фінансові ресурси* — це кошти, виділені з тієї частини сукупного суспільного продукту, яка без порушення об'єктивної (природної) пропорційності суспільного виробництва може бути спрямована на розширення соціально-економічної системи в цілому.

Фінансові ресурси є водночас об'єктивною макроекономічною категорією, зміст якої визначається умовами матеріально-фінансової збалансованості економіки. Рівність надходження і витрат фінансових ресурсів свідчить про те, що платоспроможний попит підприємств та організацій, який формується внаслідок фінансування витрат на розвиток народного господарства і функціонування невиробничої сфери, має матеріальне покриття, оскільки відповідає створеним фінансовим ресурсам.

Специфічний зміст фінансових ресурсів досить повно визначається наявністю певних ознак. По-перше, це фонди коштів акумуляційного характеру, що утворюються в результаті виробництва, розподілу і перерозподілу сукупного суспільного продукту і національного доходу. По-друге, це кінцеві прибутки, тобто кошти, призначені для обміну на товари. По-третє, це прибутки після реалізації товарів. Отже, джерелами формування фінансових ресурсів є амортизація, прибуток, відрахування до фонду соціального страхування і пенсійного фонду, податок на додану вартість, акцизи, податки з населення, надходження від зовнішньоекономічних операцій та продажу населенню цінних паперів. Кредитні ресур-

си, на нашу думку, неправомірно зараховувати до фінансових ресурсів, оскільки їх формування не пов'язане зі створенням нових матеріальних благ, а відбувається внаслідок перерозподілу фінансових ресурсів. Однак приріст вкладів населення в банках варто розглядати як джерело фінансових ресурсів, оскільки в матеріально-речовому аспекті їм відповідають ресурси, що вивільнюються внаслідок нагромадження.

В умовах ринку джерела фінансування підприємства відрізняються від традиційних для планової економіки. Нині частка бюджетних коштів для фінансування інвестицій, терміни надання кредиту різко скорочуються. Ці процеси закономірні в перехідний період до ринкової економіки.

Водночас обмежуються власні джерела підприємств, до яких належать статутний капітал; фонди, створювані з чистого прибутку; амортизаційні відрахування. У цьому зв'язку в умовах ринку підприємства змушені шукати нові джерела фінансування на ринку капіталів.

Рух капіталів за ринкової економіки можна відобразити у двох аспектах. По-перше, рух доходів і витрат у таких секторах економіки, як підприємницький бізнес, державний, міжнародний (суспільний) та приватний сектори. Різниця між доходами і витратами в будь-якому секторі дає заощадження. По-друге, рух капіталів (заощаджень) між секторами.

Щоб краще зрозуміти рух капіталів, розглянемо ці аспекти детальніше.

Сектор бізнесу купує у приватного сектора робочу силу, а у зворотному напрямку спрямовує потік заробітної плати. Приватний сектор частину цього прибутку сплачує державі у вигляді податків, частину витрачає на купівлю товарів і послуг у бізнесу й держави, а частину, що залишається, спрямовує на заощадження. Державний сектор видає заробітну плату державним службовцям, купує товари і послуги у бізнесу. Джерелами цих витрат є державні податки, отримані від бізнесу і населення, а також доходи від державної та підприємницької діяльності (рис. 34).

Грошові фонди в економіці безперервно рухаються від заощаджувачів, які акумулюють кошти, до позичальників, які використовують ці кошти. Будь-яка господарська одиниця, яка зберігає кошти, може стати інвестором. Найбільшими постачальниками грошового капіталу у країнах з розвинутою ринковою економікою є сім'ї та фінансові інститути: банки, страхові компанії, пенсійні та інші фонди. Заощаджувачами можуть бути і підприємства. Розвиток ринку капіталу залежить від ступеня нагромадження у бюджеті сім'ї, підприємства, держави. Основними споживачами коштів є підприємства (фірми) та уряд. Населення також може бути позичальником, але його частка незначна.

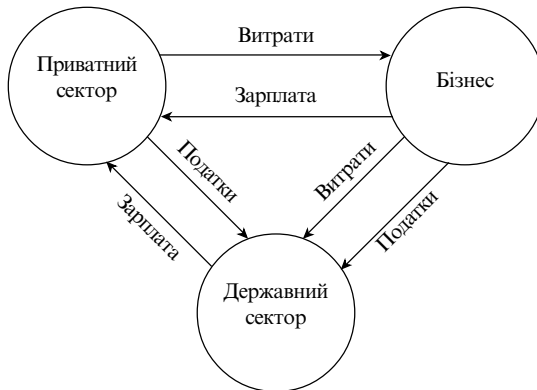


Рис. 34. Схема руху капіталів у ринковій економіці

Функції перерозподілу капіталів між секторами й окремими господарськими одиницями виконує фінансовий ринок (рис. 35). У широкому розумінні — це відносини між населенням, підприємствами і державою з приводу перерозподілу вільних коштів на основі повної економічної самостійності, механізму саморегуляції ринкової економіки, внутрішньота міжгалузевго переливання фінансових ресурсів. Він доповнює і коригує бюджетний метод, що був єдиним в умовах планової економіки.

Вихід підприємства на фінансовий ринок має на меті збільшити фінансові можливості підприємства і зменшити ризик підприємницької діяльності. Фінансовий ринок включає ринок грошей і ринок цінних паперів (фондовий ринок).

Розрізняють відносини між заощаджувачами і споживачами на первинному і вторинному фондовому ринках. Первинний ринок формується за рахунок емісії цінних паперів підприємства (фірми, акціонерного товариства, компанії тощо). Продаж цінних паперів може бути прямим і непрямим. *Пряме інвестування* — це продаж цінних паперів населенню або інвесторам інституціонального типу. *Непряме інвестування* — це продаж цінних паперів через посередника (рис. 36). Вторинний ринок — це повторна купівля-продаж цінних паперів через біржу або позабіржовий обіг.

Проаналізувавши рух капіталу на ринках, можна виокремити основні чинники, що впливають на фінансування підприємства.

- *Рівень заощаджень* населення, який, у свою чергу, залежить від рівня і розподілу доходів, податкової політики держави. Низький рівень заощаджень населення та їх розподіл на користь поточного споживання істотно обмежують розвиток фінансового ринку.

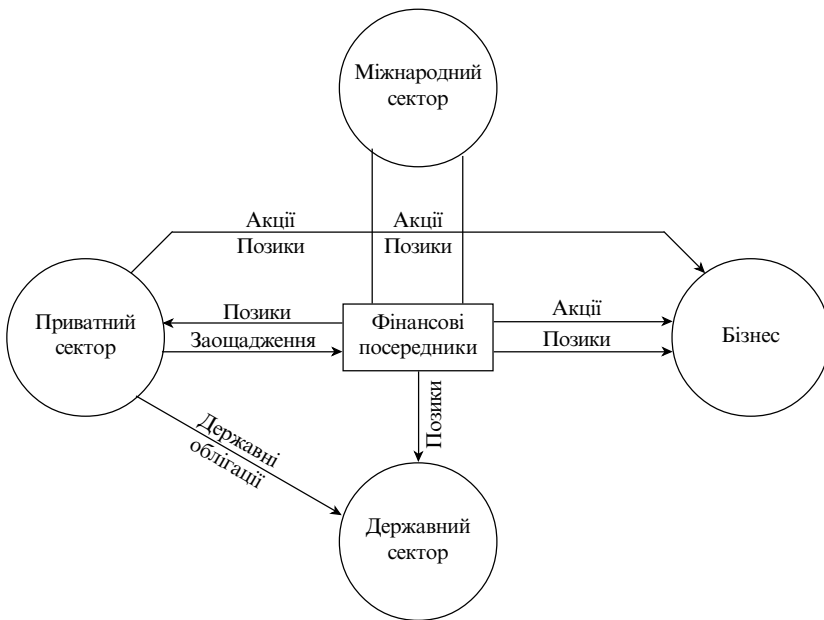


Рис. 35. Схема руху заощаджень між секторами економіки

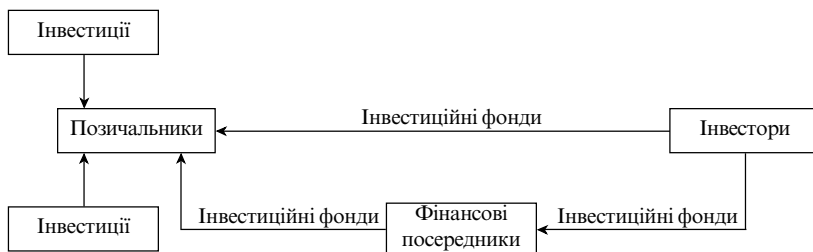


Рис. 36. Схема прямого і непрямого інвестування

- *Рівень конкуренції* між споживачами заощаджень, тобто між інвестиційними інститутами, банками, державою, пенсійним і страховим фондами. Варто очікувати загострення конкуренції між основними фінансовими інститутами за заощадження з випуском в обіг приватизаційних чеків (сертифікатів).
- *Ступінь і напрям участі іноземного сектора в національному фінансовому ринку*. Найімовірніше, що заощадження насамперед спрямовуватимуться на купівлю цінних паперів іноземних компаній.
- *Рівень віддачі на інвестований капітал*, який визначатиметься рівнем ефективності функціонування підприємств.

Як і на будь-якому іншому ринку, попит і пропозиція на фінансові ресурси врівноважуються за допомогою механізму цін, що визначає ціни й на фінансовому ринку. Віддача за інвестиціями повинна врівноважувати сукупний попит і сукупну пропозицію. Пропозиція заощаджувачів тим вища, чим вища віддача за вкладеним капіталом, а попит споживачів капіталу тим вищий, чим менша пропозиція капіталу (рис. 37).

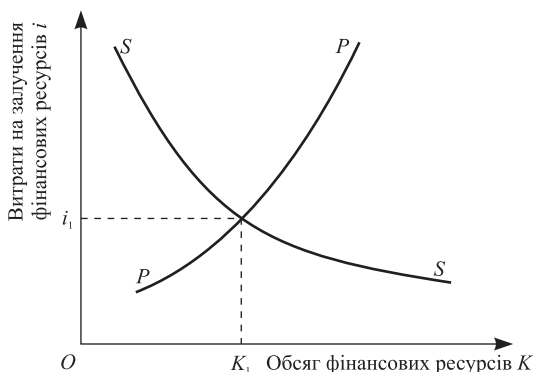


Рис. 37. Схема рівноваги попиту і пропозиції на ринку фінансів:  $SS$  — попит на фінансові ресурси;  $PP$  — пропозиція фінансових ресурсів;  $OK_1$  — обсяг фінансів;  $i_1K_1$  — рівновага

Основними чинниками, що визначають попит і пропозицію фінансових ресурсів, є *ринкова віддача*, *витрати на залучення капіталу*, *період, на який залучаються кошти*, *ризик*.

Ринкова віддача має дві складові: віддачу, яку хочуть одержати від інвестування капіталу; індексацію, що компенсує очікуваний темп інфляції.

З метою визначення потреби підприємства в додатковому фінансуванні потрібно спрогнозувати обсяг продажів. Якщо він збільшується, то мають збільшуватися й активи, а отже, власні кошти підприємства і його зобов'язання. Частково потреби в додатковому фінансуванні можна задовольнити за рахунок збільшення прибутку, а частково — за рахунок залучення зовнішніх джерел. Додаткова потреба у фондах

$$K_d = \Delta A_d - \Delta Z - \Delta \Pi_{\text{ч}},$$

де  $\Delta A_d$  — додатковий приріст активів;  $\Delta Z$  — приріст зобов'язань;  $\Delta \Pi_{\text{ч}}$  — приріст чистого прибутку.

Що швидше збільшується обсяг продажів, то більша потреба в додатковому фінансуванні. Зазвичай до певної межі темпу зростання (3–5 %) підприємство може обійтися власними джерелами, але при перевищенні цієї межі потрібно залучати фінансові ресурси.

Найважливішим моментом прогнозування потреби підприємства у фінансових ресурсах є прогнозування його прибутку. Фінансове прогнозування формується на основі руху грошових потоків, що визначаються за формулою

$$\text{ГП} = \text{П}_p - \text{П}_n \pm \text{ПР}_{\text{д.в}} + A_{\text{від}} - K_{\text{осн}} - K_{\text{об}},$$

де  $\text{П}_p$  — прибуток від реалізації до відрахування відсотків і податків;  $\text{П}_n$  — податки підприємства;  $\text{ПР}_{\text{д.в}}$  — позареалізаційні доходи і витрати;  $A_{\text{від}}$  — амортизаційні відрахування на відновлення основних фондів;  $K_{\text{осн}}$  — інвестиції в основні фонди;  $K_{\text{об}}$  — інвестиції в обігові фонди.

Моделювання майбутніх доходів звичайно будується на основі аналізу базових показників і виявлення чинників, які найбільшою мірою впливають на доходи в майбутньому.

Якщо підприємство очікує, що доходи найближчими роками дорівнюватимуть середнім за останні кілька років, то очікуваний дохід за період  $t$  визначають за формулою

$$E(X_t) = \sum_{i=1}^{t-1} K_{t-i} X_{t-i},$$

де  $K_{t-1}$  — коефіцієнт значущості розміру доходу минулого року для прогнозування доходу на наступний рік;  $X_{t-i}$  — доходи за попередні роки.

Так, коли передбачається, що доходи на наступний рік дорівнюватимуть середньому їх розміру за попередні три роки, то

$$E(X_t) = \frac{X_{t-1} + X_{t-2} + X_{t-3}}{3}.$$

Якщо вважають, що за попередній рік доходи були вищими, треба визначити вагові коефіцієнти за рівнями доходів за відповідні роки. Наприклад:

$$E(X_t) = 0,6X_{t-1} + 0,3X_{t-2} + 0,1X_{t-3}.$$

Цей метод прогнозування доходів називається *екстраполяцією*. Найпростішим прикладом екстраполяції є знаходження тренду, тобто визначення напрямку або тенденції змін економічних показників на перспективу виходячи з аналізу статистичних даних попередніх років.

У модель прогнозування майбутніх доходів можна ввести чинник “дрейфу”, який, наприклад, враховуватиме інфляцію й економічне зростання:

$$E(X_t) = X_{t-1} + a,$$

де  $a$  — чинник “дрейфу”.

Для прогнозування майбутньої діяльності підприємство складає проєкт про розміри прибутків. Можливу форму такого проєкту наведено в табл. 10.

Формування системи фінансових джерел передбачає визначення критеріїв залучення того чи іншого джерела фінансування; аналіз можливих джерел фінансування на основі оцінювання їх якісних і кількісних характеристик; вибір джерел, що відповідають обраним критеріям; визначення оптимальної структури фінансових джерел.

Джерела зовнішнього фінансування можна вибирати за такими критеріями:

- порівнянням розмірів витрат на одержання фінансів з альтернативних джерел;
- терміном виплати боргу з погляду вигідності терміну погашення у зручний для підприємства час;
- імовірні обмеження в надходженні коштів;
- ризик переходу контролю до іншого власника.

Для зниження ризику система джерел фінансування має бути по можливості диверсифікована за термінами погашення і видами джерел.

Власні фінансові ресурси підприємства обмежені статутним фондом, прибутком після відрахування податків і емісією акцій. Однак потреби підприємства у фінансових ресурсах можуть бути більшими. Тоді доводиться вдаватися до боргових фінансових джерел. У ринковій економіці

Таблиця 10

## Проект прибутків підприємства

тис. грн.

Стаття	1994 р.	1995 р.
<i>Прибутки</i>		
Річний обсяг продажів	533 000	632 000
Дивіденди, отримані від володіння цінними паперами	150 000	164 000
Прибуток від інвестицій	120 000	140 000
Прибуток від емісії	7 000	34 000
Разом	830 000	970 000
<i>Витрати</i>		
Заробітна плата	100 300	120 400
Матеріальні витрати	340 000	380 000
Амортизація	10 000	10 000
Реклама	5 000	6 000
Страховання	10 700	11 200
Виплата банківських відсотків за кредит	10 000	12 000
Виплата відсотків за облігаціями	12 000	12 400
Разом	488 000	552 000
<i>Чисті прибутки</i>		
Чистий прибуток перед виплатою податків	342 000	418 000
Податки (20%)	68 400	83 600
Чистий прибуток після виплати податків	273 600	334 400

розмаїтість боргових фінансових ресурсів збільшується. Поряд із кредитом до боргових джерел належать облігації, лістинг і факторинг. Будь-яка особа, що постачає підприємство борговими фінансовими ресурсами, є кредитором.

Якби майбутнє було точно відоме, то був би відомий і потік доходів підприємства, тобто не було б ризику інвестицій.

Насправді ж будь-яке фінансування підприємства має ризиковий характер. Кредитор так само, як і власник, ризикує втратити фінанси.

Найпоширенішими способами зменшення ризику є такі:

- вимога матеріального забезпечення під позику;
- обмеження граничного розміру боргу;
- контроль за співвідношенням узятих у борг і власних фінансових ресурсів;
- право при укладенні контракту вимагати моніторингу підприємницької діяльності підприємства-позичальника, одержання регулярної фінансової інформації або навіть права інвестора призначити свого директора в раду фірми.



Кредитори мають пріоритет перед власниками у виплаті відсотка, у погашенні основної суми капіталу, якщо фірма (підприємство) банкрутує. Позики можуть бути з фіксованою або плаваючою ставкою. Якщо ставка фіксована, а коштів у фірми недостатньо, вона змушена продати якусь частину свого майна для покриття боргу. За відсутності фіксації жодних обмежень прав власника, крім випадку банкрутства, не існує.

### **12.3. МЕТОДИ ОЦІНЮВАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ АКЦІЙ І БОРГУ**

У системі фінансового управління важливо визначити ціну акції. Вона є ключовим показником фінансових рішень. Фінансовому менеджеру доводиться визначати ціну акції під час емісії та оцінювання ефективності фінансових рішень.

Доцільність випуску акцій багато в чому визначається витратами на їх випуск. Існують два види витрат нового типу: адміністративно-господарські витрати і дисконт випуску. *Адміністративно-господарські витрати* — це оплата праці фахівців, які займаються підготовкою випуску і реалізацією акцій; сплата реєстраційного збору за емісійний процес і відповідний податок; витрати на пресу. *Дисконт випуску* — це різниця між ціною емісії цінних паперів та їх поточною ринковою ціною. У витратах випуску є постійна і змінна частини, що робить випуск великої кількості цінних паперів ощадливішим за рахунок зменшення частини постійних витрат. Однак надмірне збільшення кількості акцій підвищує ризик їх нерозкупування й утруднює управління. Якщо номінал завищити, то кількість потенційних інвесторів одразу зменшується і, навпаки, заниження номіналу призведе до необґрунтованого збільшення витрат за емісією і небажаного “розводнення” капіталу.

У умовах сформованої ситуації в Україні, щоб визначити номінальну ціну акцій та їх кількість, треба спиратися не так на визначення потреби підприємства у фінансових ресурсах, як на платоспроможний попит населення з погляду вільних грошей і довіри до продукції, що випускається підприємством.

Підприємство може збільшити кількість інвесторів, зменшивши вартість акцій. Це так званий *split* — роздільнення акцій на акції меншим номіналом: замість старих акцій, що вилучаються, акціонерам вручають-

ся нові на таку саму загальну суму, але з меншим номіналом. Припустимо, підприємство випустило 1000 акцій по 50 тис. грн кожна. Сукупна ринкова вартість акціонерного капіталу становить 50 млн грн.

Щоб збільшити попит на свої акції, підприємство вирішує вдвічі роздібнити їх, тобто випустити 2000 акцій по 25 тис. грн кожна замість старих.

В умовах інфляції, якщо акції підприємства продаються за надто низьким курсом, адміністрація фірми може вдатися до *консолідації* (проти-лежно спліту). Наприклад, якщо коефіцієнт консолідації дорівнює 3, то за кожні 3 акції по 50 тис. грн акціонеру дається одна акція номіналом 150 тис. грн.

Виконуючи зобов'язання перед акціонерами, підприємство може практикувати скрип дивіденду, тобто виплачувати дивіденди не у грошовій формі, а новими акціями. Це дає підприємству можливість розвиватися. Скрип дивіденду дозволяється законодавством і на перший погляд здається, що його можна використовувати на практиці. Однак до цього потрібно мати економічний інтерес. А він виявляється в інвестора тільки за наявності законних податкових вигод, бо у противному разі акціонери вважають за краще одержати дивіденди грошима. Отже, без відповідної зміни податкового законодавства з цього питання можливість залишиться нереалізованою або в дію вступить командний, а не економічний механізм.

Ринкова вартість акції залежить від очікуваних дивідендів, що їх розраховує одержати інвестор, та очікуваної ціни продажу акції після завершення року.

Якщо тримати акцію один рік, то очікувана ринкова ціна її становитиме

$$Ц_0 = \frac{ОД_1}{(1 + Ke)^1} + \frac{ОЦП_1}{(1 + Ke)},$$

де  $ОД_1$  — очікуваний дивіденд за рік;  $Ke$  — необхідна ставка прибутковості;  $ОЦП_1$  — очікувана ціна продажу акції наприкінці року.

Якщо акцію тримати два роки, то

$$Ц_0 = \frac{ОД_1}{(1 + Ke)^1} + \frac{ОД_2}{(1 + Ke)^2} + \frac{ОЦП_2}{(1 + Ke)^2}.$$

Якщо акцію тримати  $n$  років, то

$$\begin{aligned} \Pi_0 &= \frac{ОД_1}{(1+Ke)^1} + \frac{ОД_2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{ОД_n}{(1+Ke)^n} + \frac{ОЦП_n}{(1+Ke)^n} = \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{ОД_t}{(1+Ke)^t} + \frac{ОЦП_n}{(1+Ke)^n}. \end{aligned}$$

Отже, можна сказати, що *ціна акції* — це *сьогоднішня вартість майбутніх дивідендів*. Навіть за порівняно високих відсотків доходів на акції доходи, що очікуються через 40–50 років, сьогодні коштують мізерно мало і ними можна знехтувати.

Тому формула для обчислення дійсної (сьогоднішньої) вартості акції, що приносить щорічно постійний дохід за необхідного для акціонера рівня прибутковості, може бути спрощена і зведена до вигляду

$$\Pi_0 = \frac{ОД}{K},$$

де  $ОД$  — очікуваний дивіденд;  $K$  — потрібний для інвестора рівень рентабельності.

За допомогою останньої формули можна розрахувати дійсну вартість акції без урахування можливого збільшення дивідендів у майбутньому. На практиці її широко використовують для розрахунку ціни привілейованих акцій.

**Приклад.** Припустимо, що щорічні дивіденди на акції підприємства становлять 1000 грн. Необхідний рівень прибутковості оцінюється інвестором у 15% річних. Вигідно ще купувати акції цього підприємства чи доцільніше продати його акції, якщо їх поточна ринкова ціна становить 9000 грн?

Дійсна вартість акції становить 6666 грн ( $1000 : 0,15$ ), тобто вона нижча за поточну ринкову, тому купувати акції недоцільно.

Ми розглянули розрахунок дійсної вартості акцій за нульових темпів збільшення дивіденду. Однак найчастіше дивіденди більшості підприємств за простими акціями щорічно збільшуються. У середньому ці темпи збігаються з темпами збільшення валового суспільного продукту. У такому разі темпи зростання називають нормальними.

Якщо підприємство у попередній рік виплатило дивіденди на суму  $Д_0$ , то прогнозувати суму дивідендів у першому році можна за формулою

$$Д_t = Д_0(1+q)^t,$$

де  $q$  — очікуваний темп зростання дивіденду.

Припустимо, підприємство у попередній рік виплатило дивідендів на суму 1920 грн, а темпи збільшення валового національного продукту ста-

новлять 4 %. На основі цих даних спрогнозуємо суму дивідендів і ціну акції наприкінці п'ятирічного періоду:

$$D = D_0(1 + q) = 1920 \cdot 1,04 = 2000 \text{ грн};$$

$$D_5 = 1920 \cdot (1,04)^5 = 2340 \text{ грн.}$$

Відтак можна спрогнозувати ціну акції:

$$\text{ОЦ} = \frac{D_0(1+q)^t}{K-q} = \frac{D_t}{K-q}.$$

Цю модель для прогнозування ціни акції у разі постійного збільшення суми дивідендів називають моделлю Мирона Гордина (Канада). У розглядуваному прикладі

$$\text{ОЦ} = \frac{1920 \cdot (1,04)^5}{0,15 - 0,04} = \frac{2340}{0,11} = 21273 \text{ грн.}$$

Як відомо, підприємство у своєму розвитку проходить певні стадії, тому в конкретний період темпи збільшення суми дивідендів можуть перевищувати середні. Таке збільшення називають супернормальним.

Якщо сума дивідендів за акціями підприємства збільшується перші  $m$  років за ставкою  $q_1$ , а потім за ставкою  $q_2$ , то ціна акції становитиме

$$\text{ОЦ} = \sum_{t=1}^m \frac{D_0(1+q_1)^t}{(1+K)^t} + \frac{\text{ОЦ}_m}{(1+K)^m}.$$

Це нинішня вартість дивідендів за перші  $m$  років плюс нинішня вартість акції наприкінці  $m$ -го періоду.

Таким чином, ухвалення рішення про випуск акцій — це складне фінансове питання. Для його обгрунтованого вирішення потрібно визначити: витрати випуску; номінальну ціну акції, яка буде вигідна і для підприємства, що випускає акції, і для інвестора; очікувану ринкову ціну акції у процесі її обігу. Остання, у свою чергу, залежить від очікуваних дивідендів і прогнозованої віддачі на капітал. Рівновага на ринку настає тільки за рівності віддачі, що її може запропонувати підприємство-емітент, і віддачі на капітал, яка влаштовуватиме інвестора.

Без попереднього аналізу доцільності випуску акцій підприємство може намарне витратити гроші на підготовку емісії. Необгрунтований випуск акцій як заміників грошей підштовхне інфляцію. Неприпустимо випускати акції без попереднього розрахунку очікуваного дивіденду

і ринкової ціни. Це може призвести до підвищення нестабільності економіки і похитнути довіру населення до акціонування.

З погляду інвестора, власність на звичайні акції має певні переваги. По-перше, процвітання підприємства веде до підвищення номінальної вартості акцій завдяки нарощуванню вартості майна підприємства і, отже, до збільшення суми дивідендів. По-друге, звичайні акціонери мають право голосу, що дає можливість контролювати управління підприємством. По-третє, якщо йдеться про акції відомих компаній, які працюють стабільно, у разі потреби їх легко продати.

Привабливий варіант випуску звичайних акцій і для підприємства-емітента. За звичайними акціями на відміну від зобов'язань за облігаціями не обов'язково виплачувати дивіденди, якщо справи підприємства йдуть погано або якщо керівництво вважає за доцільне наголосити на фінансуванні розвитку підприємства.

Водночас звичайні акції, з погляду емітента, мають певні недоліки. По-перше, збільшення обсягу акціонерного капіталу веде до збільшення чисельності його власників і відповідно до потенційної можливості втрати контролю над компанією з боку засновників. По-друге, практика показує, що весь необхідний капітал неможливо одержати тільки за допомогою випуску звичайних акцій. По-третє, випуск акцій може згодом обернутися для підприємства великими витратами порівняно з випуском облігацій, оскільки незважаючи на те що сума дивідендів за акціями регулюється залежно від фінансового стану підприємства, їх треба виплачувати постійно.

Отже, ми визначили вартість акції як нинішню вартість майбутнього потоку доходів інвестора. Аналогічний підхід використовуються і для оцінювання вартості боргу. Якщо підприємство одержує позику, зобов'язується виплачувати інвестору постійний щорічний прибуток  $\Pi$  і погасити через  $n$  років суму  $H$ , то нинішню вартість боргу  $B$  можна визначити так:

$$B = \sum_{t=1}^n \frac{\Pi}{(1+r_q)^t} + \frac{H}{(1+r_q)^n},$$

де  $r_q$  — віддача за борговими фінансами;  $t$  — кількість років, протягом яких підприємство виплачуватиме відсоток.

Таким чином, ціна фінансових ресурсів, узятих у борг, містить два компоненти: ціну щорічних виплат відсотка і вартість виплат при погашенні поточного боргу.

## **12.4. БОРГОВІ ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ ПІДПРИЄМСТВА**

Фінансовими джерелами підприємства можуть бути боргові фінансові ресурси в різних формах. Найпоширенішими з них є облігація, опціон, лізинг та факторинг.

**Облігація** — це цінний папір, що засвідчує відносини позики між її власником (кредитором, інвестором) і особою, що випустила документ (боржником, емітентом).

Власники облігацій одержують прибуток, який виплачується щорічно у вигляді фіксованого відсотка (дивідендів). Термін дії облігації, порядок, розміри виплати прибутку і викупу облігацій визначаються під час випуску облігаційної позики.

Володіння облігацією не дає права власності, але передбачає переважне право порівняно з акціонерами на розподілюваний прибуток і на активи підприємства (фірми) у разі їх ліквідації.

Облігації бувають під заставу і без застави нерухомості, довго- та короткострокові. Короткострокові облігації випускаються з дисконтом або з премією. За облігаціями з дисконтом не виплачується відсоток; вони оцінюються на момент випуску зі знижкою від ціни погашення. За облігаціями з премією відсоток так само не виплачується, але вони продаються за номіналом, а погашаються за номіналом плюс премія. Доцільність випуску облігацій визначається попитом на них на фондовому ринку і витратами на випуск.

Ціна облігації з моменту її випуску і протягом усього терміну обігу постійно коливається. Ринковий механізм ціноутворення передбачає, що ціна встановлюється на такому рівні, за якого одна сторона угоди згодна купити облігацію, а друга — продати. Ринкова ціна насамперед визначається прибутковістю облігації, яка є відношенням виплачуваних за нею відсотків до ринкової ціни. Можна виокремити принаймні три чинники, що визначають співвідношення попиту і пропозиції на ринку облігацій і, отже, рух ринкової ціни: підвищення ринкових відсоткових ставок призводить до падіння ціни облігацій, що перебувають в обігу; що ближчий термін оплати облігацій, то за інших рівних умов вища їх ціна; погіршення фінансового становища позичальника і пов'язані з цим побоювання щодо перспектив погашення облігацій можуть спричинитися до падіння цін на облігації цього підприємства.

Випуск облігацій має певні переваги для підприємства-емітента: по-перше, продаж облігацій не пов'язаний з одержанням контролю над підприємством, бо власники облігацій не мають права голосу; по-друге, випуск облігацій є дешевшим способом фінансування, ніж випуск акцій, оскільки відсотки виплачуються обмежену кількість років, а також тому що вони нижчі порівняно з дивідендами, але надійніші. Саме у високій надійності й полягає основна перевага облігації для інвестора.

Водночас випуск облігацій має й певні недоліки для емітента: у разі несплати відсотків можливе визнання підприємства банкрутом; збільшення випуску облігацій може призвести до переходу права власності на підприємство до кредитора.

Новим джерелом фінансування підприємств в Україні може стати опціон.

**Опціон** — це право вибору дій у строки, обумовлені договором; це договірне зобов'язання купити або продати певний вид цінностей або фінансових прав за фіксованою в момент укладення угоди ціною й у межах погодженого періоду часу в майбутньому. В обмін на одержання такого права покупець опціону сплачує продавцеві певну суму — премію. Ризик покупця опціону обмежується цією премією, а ризик продавця опціону знижується на суму отриманої премії. Можливий випуск кол-опціону, що дає право купити цінний папір, і пут-опціону, що дає право продати цей папір. Ціна, за якою здійснюється купівля або продаж, називається ціною виконання. Що стосується дати виконання, то можливі два способи. Опціон, який має бути виконаний на певну дату, називається європейським, а опціон, який може бути виконаний у будь-який час певного терміну, — американським.

Ціна опціону залежить насамперед від ціни акції або облігації. Що вища ціна акції, то вища ціна опціону. Вона залежить також від різниці між сьогоднішніми цінами на цінні папери підприємства і поточною вартістю ціни виконання.

Опціон не тільки дає можливість підприємству залучити додаткові фінансові ресурси, а й є важливим способом самострахування від ризиків ринкового коливання ціни. Якщо підприємство побоюється, що в майбутньому курсова вартість його цінних паперів не підніметься, то, продаючи опціон на купівлю своїх цінних паперів, воно може компенсувати частину втрати доходів.

Дуже часто підприємство може не мати достатньо вільних коштів для купівлі устаткування, а одержати кредит на тривалий час важко і дорого.

Через це гальмується процес відновлення застарілого парку устаткування. Виходом з такої ситуації може бути лізинг.

Як показує світова практика, лізинг сприяє швидкій зміні технологічного устаткування, стимулює виробництво нової техніки, у результаті активізується виробництво на основі передових досягнень науки й техніки. Майно при лізингу не входить у баланс підприємства-користувача, оскільки право власності зберігається за орендодавцем, тобто лізинг не збільшує активів. До того ж орендна плата повністю відноситься на витрати виробництва, отже, знижує оподатковуваний прибуток. Таким чином, фінансові ресурси підприємства, що їх використовує лізинг, стають гнучкішими, а технічне відновлення прискорюється.

Лізинг буває фінансовий (капітальний), оперативний (сервісний) і поворотний.

*Фінансовий лізинг* — форма оренди, що передбачає виплату орендарем протягом періоду дії лізингової угоди сум, що покривають повну вартість амортизації устаткування, а також прибуток орендодавця. Фірма-орендар веде переговори з лізинговою компанією і підприємством-виробником, але контракт підписує лізингова компанія.

*Оперативний лізинг* — форма оренди, термін якої коротший за амортизаційний період устаткування, тобто платежі орендаря не покривають повної вартості устаткування. Орендодавець передбачає або пролонгацію терміну лізингу, або продаж орендованого устаткування за залишковою вартістю, або продаж устаткування третім особам. Окрім того, що орендодавець здає устаткування в лізинг, він надає орендарю різні послуги: обслуговує і ремонтує техніку, навчає фахівців замовника тощо. Відмітною ознакою сервісного лізингу є можливість внесення в контракт умови про право орендаря достроково припинити оренду і повернути устаткування орендодавцю.

*Поворотний лізинг* — форма оренди, за якою фірма-власник землі, будинків або устаткування продає цю власність лізинговій компанії з одночасним оформленням лізингової угоди про довгострокову оренду колишньої своєї власності на умовах лізингу. Якщо підприємство зазнає серйозних фінансових труднощів, поворотний лізинг може дати останню можливість зберегти підприємство від банкрутства.

Лізинг вигідний тому, що орендні платежі як форма операційних витрат цілком вилучені з оподаткування. Це дає можливість лізингоодержувачу платити за використання устаткування з поточного, вільного від податку доходу за рахунок включення платежів з оренди в собівартість. Особливо вигідний лізинг одержувачу, який, купуючи устаткування,



позбавляється можливості в повному обсязі скористатися інвестиційним податковим кредитом або прискороною амортизацією. У разі повної сплати податків лізинг менш привабливий, ніж купівля.

Додатковим оперативним джерелом фінансування підприємства може бути *факторинг*, в основі якого лежить дисконтування дебіторської заборгованості. Факторинг дає можливість підприємству швидко збалансувати його фінансові потреби з фінансовими можливостями. Послуги з факторингу включаються в собівартість продукції, що робить його привабливим джерелом фінансування для деяких підприємств.

Таким чином, у ринковій економіці збільшується розмаїтість залучених джерел фінансування підприємства, а підприємство залежно від свого становища може вибрати найприйнятнішу форму.

Залучення капіталу потребує певних витрат. Ці витрати називають *вартістю капіталу*. Витрати на залучення капіталу, як правило, визначаються зовнішніми чинниками. Фінансовий ринок встановлює плату за ресурси, що продаються на ньому. Вартість капіталу підприємства багато в чому залежить від оцінювання ринком рівня ризику за операціями підприємства.

Вартість капіталу вимірюється як середньозважена плата (виражена у відсотках), яку підприємство заплатило за залучення додаткового капіталу:

$$\bar{B}_{\text{к.п}} = \frac{B_{\text{п.к}} B_3 + B_{\text{а.к}} A_{\text{з.к}}}{K_3},$$

де  $B_{\text{п.к}}$ ,  $B_{\text{а.к}}$  — вартість капіталу відповідно позикового та акціонерного;  $B_3$ ,  $K_3$  — загальна сума відповідно боргу та капіталу;  $A_{\text{з.к}}$  — загальна сума акціонерного капіталу.

Вартість позикового капіталу, хоч би яку форму він мав — кредиту чи облігації, обчислюють так: від одиниці віднімається ставка податку; результат збільшується на рівень відсотка. Вартість позикового капіталу дорівнює його вартості після сплати податку. Підприємство цікавить насамперед, скільки потрібно заплатити за додаткові фінансові ресурси, тобто гранична вартість капіталу. Немає потреби вводити сюди всі рівні відсотка, який підприємство платить за всі форми боргу у своїй структурі капіталу, тому що в цьому разі маємо граничну вартість боргу. Потрібно знати лише відсоткову ставку форми, якою вирішило скористатися підприємство.

**Приклад.** Нехай рівень за позиковими коштами дорівнює 40 %, ставка податку — 30 %. Тоді вартість боргу підприємства становитиме 28 %  $[(1 - 0,30) \cdot 0,4 \cdot 100]$ .

На вибір структури капіталу завжди впливають рівень ризику і прибутковість. Збільшення позикового капіталу, з одного боку, підвищує економічну рентабельність капіталу, а з іншого — посилює ризик.

Залучаючи позикові кошти, підприємство може в найкоротші строки виконати великі інвестиційні проекти. Так підвищується рентабельність підприємства. Це пов'язано насамперед з тим, що до вибору проектів, які фінансуються з боргових фінансових ресурсів, висуваються суворі вимоги. Підвищенню рентабельності сприяє також відрахування відсотків за рядом позикових фінансових ресурсів з оподатковуваного прибутку. Тому податкова ситуація підприємства впливає на вибір структури капіталу. Позикові фінансові ресурси сприяють збільшенню капіталу підприємства, але водночас зменшують рентабельність. Якщо середня ставка відсотка за борговими фінансовими ресурсами вища за швидкість збільшення відношення позикових коштів до власних, то рентабельність власних ресурсів скорочується.

Зростання ризику при збільшенні відношення позикових коштів до власних пов'язане з тим, що плата за боргові фінансові ресурси фіксована і не може бути зменшена в разі зменшення доходів. За вищої частки позикових фінансових ресурсів ризик банкрутства зростає. Ризик підприємницької діяльності в разі використання власного капіталу набагато нижчий.

На результатах діяльності підприємства позначаються багато чинників: ситуація в народному господарстві; попит на продукцію, що її пропонує на ринок те чи інше підприємство і його конкуренти; страйки та ін. Цей елемент невпевненості в майбутньому і є бізнес-ризиком підприємця. Він залежить від галузі, у якій здійснюється підприємницька діяльність, і від чинника часу.

До найважливіших чинників, що впливають на бізнес-ризик, належать:

- зміна цін на засоби виробництва, потрібні для підприємницької діяльності; зміна цін на продукцію підприємства. Що вона менша, то менший бізнес-ризик;
- спроможність підприємства змінювати ціни на виготовлювану ним продукцію в разі зміни цін на засоби виробництва;
- рівень постійних витрат у загальній сумі витрат, або оперативний леверидж.

Якщо фірма має високий рівень постійних валових витрат і знижується попит на її продукцію, то зменшення обсягу виробництва уможливить лише незначне їх зменшення. Відносно невеликі зміни в обсязі продажів можуть привести до істотних змін у прибутку. Що вища частка постійних валових витрат, то вищий бізнес-ризик. Значні постійні витрати характерні для високоавтоматизованих капітало- та енергоємних виробництв, телефонних та авіакомпаній. Формуючи портфелі інвестицій, цим підприємствам (фірмам) доцільно вибирати проекти з меншою часткою постійних витрат.

Підприємства, які одночасно з власними коштами використовують позикові, можуть зазнати не тільки бізнес-ризик, а й фінансового ризику. Оптимальною, тобто такою, коли досягається максимум прибутку, є структура, у якій частка власних коштів становить 60–70 %, а позикових — 30–40 %.

На вибір структури капіталу впливає також обсяг продажів. Якщо він незначний, підприємство може обійтися власним капіталом. Коли ж обсяг продажів перевищує певний рівень, потрібно і доцільно залучати позиковий капітал.

Якщо підприємству вдасться зменшити оперативний леверидж, то воно може збільшити фінансовий леверидж без збільшення ризику банкрутства.

Ступінь оперативного левериджу вимірюється відсотковою зміною ( $A$ ) оперативного прибутку, поділеного на відсоткову зміну обсягу продажів:

$$\sigma_{o.l} = \frac{\Delta\Pi}{\Pi} : \frac{\Delta Q_{\Pi}}{Q_{\Pi}};$$

$$\sigma_{ф.л} = \frac{\Delta\Pi_a}{\Pi_a} : \frac{\Delta\Pi}{\Pi},$$

де  $\sigma_{o.l}$ ,  $\sigma_{ф.л}$  — ступінь левериджу відповідно оперативного і фінансового;  $\Delta\Pi$  — приріст прибутку до відрахування податків і відсотків;  $\Pi$  — прибуток до відрахування податків і відсотків;  $\Delta Q_{\Pi}$  — приріст обсягу продажів;  $Q_{\Pi}$  — обсяг продажів;  $\Delta\Pi_a$  — приріст прибутку на одну акцію;  $\Pi_a$  — прибуток на одну акцію.

З наведених формул випливає, що чим вищий ступінь оперативного левериджу, тим чутливіші до змін в обсягах продажів. Що вищий ступінь фінансового левериджу, то чутливіші до змін на одну акцію до змін у доходах підприємства.

Добуток ступеня оперативного левериджу  $\sigma_{o.л}$  і ступеня фінансового левериджу  $\sigma_{ф.л}$  дає сукупний леверидж  $\sigma_{с.л}$ .

## **12.5. УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ПІДПРИЄМСТВІ**

В умовах інфляції для того щоб зберегти свої заощадження, підприємство може вкладати певну їх частину у високоліквідні цінні папери, які в разі потреби легко перетворюються на готівку.

Підприємство, купуючи цінні папери у свій портфель, має насамперед вирішити, з якою метою воно їх купує. Цінні папери можуть розглядатись як засіб заощадження або як засіб спекуляції. Здійснюючи інвестиції, треба проаналізувати стан фінансового ринку і стан справ підприємства, яке продає цінні папери. Ідеальним вважається портфель, який забезпечує максимум можливого прибутку стосовно поточних ринкових цін. Розглянемо деякі з них.

Будь-яке питання доцільно вивчати на основі фундаментального аналізу. Починають з оцінювання чинників, що впливають на ринок у цілому. Потрібно визначити рівень стану підприємства щодо бізнесу. Припустимо, підприємство прибуткове й інвестори знають про це. У результаті його індекс підвищується. Необхідно також з'ясувати, чи підвищить бюджетний дефіцит ставку відсотка; якщо так, то підприємству, яке потребує позик, буде важко їх одержати.

Важливо також з'ясувати становище галузі на ринку. При цьому бажано вибрати галузі, які можуть дати найкращі результати протягом року. Потім у цих галузях визначають компанії-лідери. Залежно від стадії розвитку розрізняють *галузі, що народжуються, розвиваються, стабільні, циклічні, спекулятивні та такі, що занепадають*.

Галузі, що народжуються, не завжди прямо доступні інвесторам, які бажають придбати їх акції, бо вони можуть не циркулювати на ринку. Для галузей, що розвиваються, характерне постійне і швидке збільшення обсягів продажів і прибутків. Стабільними називаються галузі, у яких обсяги продажів і прибуток відносно стабільні й стали навіть у періоди криз і спадів. Циклічні галузі характеризуються особливою чутливістю виторгу до ділового циклу. Спекулятивна ціна акцій дуже рухлива і її неможливо пов'язати з дією якогось чинника. До таких, що занепадають, зараховують галузі, які застосовують застарілу технологію або виробляють застарілі види продукції.

Для диверсифікованих компаній потрібен міжгалузевий аналіз, а далі — аналіз підприємства (кількісний і якісний). Кількісний аналіз — це діагностика фінансового становища підприємства, вивчення менеджменту.

Варто звернути увагу на тенденцію обсягу продажу і тенденцію витрат, корисний аналіз динаміки прибутку. Чистий прибуток відображає вплив усіх чинників. Відношення чистого прибутку до акціонерного капіталу дає можливість оцінити ефективність використання компанією власного капіталу. Цей показник розраховують за кілька років і порівнюють з нормою прибутку на акціонерний капітал у галузі й економіці в цілому:

$$N_{п.а} = \frac{П_ч}{К_а},$$

$N_{п.а}$  — норма прибутку на акціонерний капітал;  $П_ч$  — прибуток чистий;  $К_а$  — капітал акціонерний.

Важливе значення має аналіз ліквідності. Під ліквідністю розуміють спроможність швидко оплачувати необхідні платежі, тобто спроможність швидко реалізовувати поточні активи. Крім наявних до ліквідних активів належать цінні папери, які легко продати на ринку не нижче за ціну їх придбання. Що вище відношення готівки до загального боргу, то краща ліквідність підприємства. Фахівці вважають нормальним таке співвідношення: для промислових компаній — 3:10, для комунального господарства — 2:10. Максимальне відношення боргу до акціонерного капіталу для промислових компаній рекомендується на рівні 0,5:1, а для компаній комунального господарства — 1,5:1.

Одним з основних показників під час аналізу фінансового становища акціонерного товариства є покриття відсотків і дивідендів за акціями чистим прибутком компанії.

Законодавчо визначено такий порядок виплати доходів за цінними паперами: спочатку здійснюються виплати за облігаціями, потім за привілейованими акціями і лише потім за звичайними акціями. Це визначає і порядок розрахунку покриття.

Забезпеченням облігацій є чисті матеріальні активи, які розраховуються як різниця між матеріальними активами і поточними пасивами. Тоді прибуток на одну облігацію визначають як відношення чистих матеріальних активів до кількості облігацій:  $A_{ч.мат} / N_{обл}$ .

Забезпеченням привілейованих акцій є чисті активи, які розраховуються як різниця між чистими матеріальними активами і сумою виплат за облігаціями.

Звичайні акції забезпечуються коштами, що залишилися після погашення зобов'язань за облігаціями і привілейованими акціями. Забезпечення простих акцій можна розрахувати діленням чистих активів з вирахуванням зобов'язань за привілейованими акціями на кількість простих акцій.

Для оцінки адекватності процентного покриття, як правило, встановлюються мінімальні рівні. Наприклад, сума, що необхідна для розрахунків з власниками, як мінімум утричі повинна перекриватися прибутком, який використовують для виплати відсотків щороку. Компанія може без будь-яких труднощів виконати всі свої боргові зобов'язання, але якщо вона не забезпечила цієї мінімальної вимоги, її цінні папери вважатимуться формою інвестування з підвищеним ризиком. Прийнятний стабільний тренд процентного покриття або такий, що підвищується.

Потрібно враховувати також інші чинники, що визначають фінансову привабливість цінних паперів: наприклад, частку виплачуваних акціонером дивідендів у загальному обсязі прибутку; співвідношення “прибуток на одну просту акцію”; регулярність виплати дивідендів.

Важливою умовою сприятливого фінансового становища підприємства є висока якість менеджменту. Для його оцінювання можна використовувати *постійний моніторинг*, стежити за результатами аудиторських перевірок, аналізувати інформацію, що з'являється у пресі.

Варто пам'ятати, що інформації, яку вже знають на ринку, недостатньо, щоб дійти висновку, наскільки правильно на ринку оцінюють акції підприємства. Для цього треба знайти якусь додаткову інформацію, невідому на ринку.

Ще одним методом, який застосовують у вирішенні питання про купівлю цінних паперів, є *технічний аналіз*. Потрібен не так аналіз діяльності підприємства, що випускає акції, як вивчення поведінки інших інвесторів. Відповідно до технічного аналізу розгадати майбутню поведінку інвесторів можна за допомогою вивчення їхніх дій у минулому, що відображаються у зміні цін на цінні папери.

При ухваленні рішення про стан портфеля цінних паперів використовують *метод ефективних ринкових гіпотез*. Завдяки цьому методу вся інформація для ухвалення рішення відображається на ринку в динаміці цін. Цей метод передбачає кілька етапів. Насамперед вирішується питання про те, з яких типів цінних паперів складатиметься портфель, ураховуються бажання і можливість ризикувати, потреба в готівці, податкова ситуація тощо. Щоб менше ризикувати, можна більше облігацій зберігати в портфелі, особливо облігацій державної позики і муніципальні.

Можна зменшити ризик завдяки розсіюванню вкладень капіталу в цінні папери різних підприємств, галузей. Диверсифікований портфель дає можливість ризик одних вкладень компенсувати ризиком інших. Купувати цінні папери можна тільки у сприятливий з погляду зміни курсу момент. Крім того, рекомендується скористатися порадою кількох незалежних експертів, що так само дасть можливість зменшити ризик. Нарешті, слід пам'ятати: якщо часто змінювати цінні папери, то нерентабельно витратитимуться гроші на комісійні брокерам.

Для аналізу ринку цінних паперів найважливішими є такі питання:

- з'ясувати, чим займається компанія;
- проаналізувати нинішній і майбутні ринки компанії;
- з'ясувати плани розвитку підприємства;
- з'ясувати розмір дивідендів на цінні папери компанії;
- визначити прибуток на акції та на облігації компанії;
- порівняти ціни на акції й облігації зазначеного підприємства з курсом інших підприємств;
- одержати дані про стан менеджменту на підприємстві, в якого передбачається купити цінні папери.

Для того щоб застрахуватися від прийняття неправильних рішень щодо інвестицій у цінні папери, спочатку доцільно купити опціон.

Припустимо, ви хочете купити цінні папери якогось підприємства, але не впевнені у своїх прогнозах щодо нього або зараз не маєте для цього достатню кількість коштів. Тоді купуйте кол-опціон на акції цього підприємства. Якщо прогнози справдяться, ви одержите прибуток, якщо помилитеся — втратите тільки премію. Якщо ви хочете застрахуватися від падіння цін на акції, купуйте пут-опціон. Варто пам'ятати, що купівля двох опціонів одночасно на акції того самого підприємства зменшує ризик до мінімуму, але різко зменшує й можливий прибуток.

На політику формування портфеля цінних паперів впливатиме вибір шляхів одержання прибутку від вкладень у цінні папери. Можна сподіватися тільки на одержання дивідендів, розраховувати на збільшення капіталу за рахунок продажу акції після одержання дивіденду за ціною вищою за ціну купівлі. Прибуток можна також одержати, граючи на фондовому ринку на курсових різницях (біржовий арбітраж).

Ще одним чинником, який визначає формування і управління портфелем цінних паперів, є ризик. Ризиком у широкому значенні цього слова вважається залежність результатів діяльності підприємства від коливань ринкової кон'юнктури. З управлінням портфелем цінних паперів пов'язані такі основні ризики:

- курсовий — ризик падіння ринкової ціни акції;
- процентний — ризик того, що ціна цінного паперу зменшиться через збільшення норми відсотка;
- кредитний — ризик того, що позичальник не сплатить за позицією.

Кредитний ризик за вкладеннями в акції відсутній, оскільки акція — не боргове зобов'язання, а ризиковий капітал. Власник акції наражається на ризик ліквідації компанії, акціонером якої він є, з можливою невикплатою йому в повному розмірі акціонерного паю.

Водночас вкладення в акції мають вищий курсовий ризик, що робить дорожчим страхування портфеля акцій. Звідси зрозуміла частіша практика використання опціонів.

У світовій практиці відомі два вкрай протилежні *підходи до управління портфелем цінних паперів*:

- *безризиковий* — повне страхування процентного ризику, спрямоване на забезпечення гарантованого, але залежного від коливань ринкової кон'юнктури (при цьому не обов'язково кращого) результату за операціями;
- *спекулятивний* — цілковита відмова від фіксації результатів у розрахунку на сприятливу зміну ринкової кон'юнктури, досягнення максимально можливого прибутку.

На практиці підприємства (фірми), як правило, намагаються знайти компроміс між прагненням максимізувати прибуток і необхідністю обмежувати ризики.

## **12.6. РОЗПОДІЛ ПРИБУТКУ ПІДПРИЄМСТВА НА РЕІНВЕСТУВАННЯ РОЗВИТКУ ВИРОБНИЦТВА І ДИВІДЕНДИ**

Фінансові надходження підприємство розподіляє на чотири основні потоки: відшкодування поточних матеріальних витрат; оплату праці; грошові нагромадження і сплату податків, відрахувань; здійснення різноманітних платежів.

Важливим завданням фінансового менеджера є розподіл прибутку підприємства на розвиток виробництва і виплату дивідендів власникам цінних паперів. Розподіл прибутку, з одного боку — це результат ефективності виробництва, з іншого — раціональність розподілу прибутку, що визначає ефективність подальшого виробництва.



Розподіл прибутку підприємства у загальному вигляді ілюструє рис. 38. Прибуток спрямовується насамперед на сплату податків у бюджеті різних рівнів, виплату відсотків за кредит і за облігаціями, далі — на інвестування розширення основних і оборотних коштів, у резервні та страхові фонди, на виплату дивідендів за акціями.

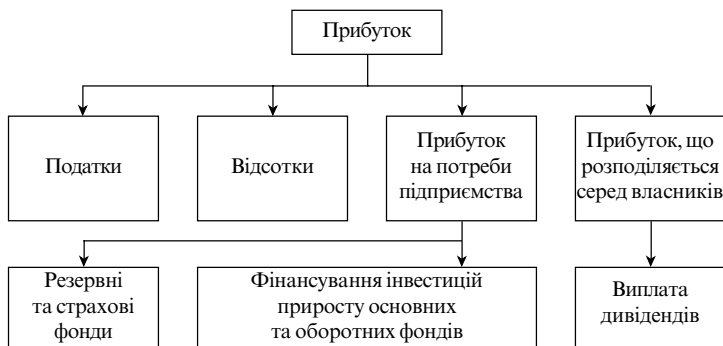


Рис. 38. Розподіл прибутку на підприємстві

При розподілі прибутку найважливіше визначити пропорції розподілу прибутку на реінвестування і виплату дивідендів. Розглянемо цю проблему докладніше.

Рішення про розподіл прибутку на реінвестиції та виплату дивідендів оцінюється показником норми розподілу, тобто відношенням суми дивідендів до прибутку після відрахування податків. Припустимо, сума дивідендів дорівнює 500 млн грн, а прибуток після сплати податків — 900 млн грн. Тоді норма розподілу дорівнює 55,5 %, або 0,555. Що менший цей коефіцієнт, то більші можливості підприємства для розвитку. Водночас низький коефіцієнт може не влаштовувати інвесторів; оптимальний коефіцієнт розвитку — 0,4–0,6.

Для аналізу дивідендної політики підприємства використовують коефіцієнт, який визначає відношення дивіденду на одну акцію до прибутків на акцію. Використовують також показник дивідендного покриття, який показує, скільки разів дивіденд може бути виплачений з прибутку на одну акцію. Припустимо, що сума сукупного дивіденду дорівнює 990 грн, прибуток на одну акцію — 3340 грн. Тоді коефіцієнт виплати дорівнює 29,6 %  $(990 : 3340 \cdot 100)$ , а дивідендне покриття — 3,37. У розвинених країнах Заходу коефіцієнт виплати звичайно становить 35–55 %.

Найпростішою моделлю визначення дивідендів є встановлення дивіденду як залишку або незалежної теорії дивідендів. Згідно з цією теорією підприємство, вибираючи дивідендну політику, має насамперед визначити оптимальний бюджет капітальних вкладень, а також частину власних коштів, що піде на фінансування цього бюджету. Тільки після цього можна розраховувати суму доходу, що спрямовується на виплату дивідендів. Будь-який інший підхід призведе до того, що ефективність підприємства в майбутньому стане нижчою за можливу. За цією моделлю коефіцієнт виплати може змінюватися щорічно.

Підприємство може здійснювати політику постійного коефіцієнта виплати доходу у вигляді дивідендів. Але тоді через зниження доходу дивіденди зменшаться, а це, безумовно, призведе до зниження ринкової ціни акцій підприємства. Причому зниження може бути істотним, якщо інвестори сприймуть падіння дивідендів як сигнал про негативні перспективи розвитку підприємства. Через це на практиці менеджери рідко дотримуються цієї політики.

Поширенішою на практиці є політика постійного збільшення доходу на одну акцію, девіз якої — ніколи не зменшувати щорічного дивіденду. Якщо доходи на одну акцію підприємства збільшуються, то збільшуються і дивіденди на акцію, однак дещо повільніше, ніж дохід. Але якщо дохід на акцію зменшується, то дивіденд на акцію залишається на тому самому рівні або дещо меншому (рис. 39).

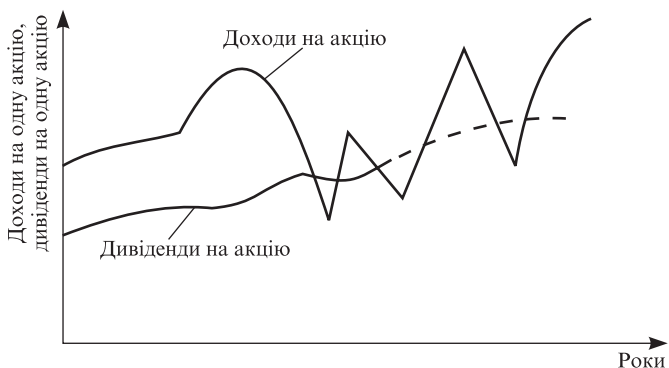


Рис. 39. Динаміка співвідношення доходів і дивідендів на акцію

У період інфляції більшість підприємств вибирає політику постійного збільшення дивідендів, що звичайно приводить до підвищення ринкової ціни акцій фірми.

Стратегія низького регулярного дивіденду плюс екстрадивіденд дають підприємству мобільність, а інвесторам — впевненість у невеликому, але гарантованому дивіденді, що найбільшою мірою підходить підприємствам, для яких характерне високе коливання прибутку. Менеджери вибирають розмір гарантованого дивіденду з огляду на гірші прогнози про прибуток у низькоприбуткові роки, а за підсумками року виплачується екстрадивіденд.

Для підприємства оптимальною є дивідендна політика, яка забезпечує максимізацію цін його акцій. Якщо підприємство планує збільшити виплачувані дивіденди, воно повинно або випустити нові акції, або збільшити борг. При цьому небажано, щоб зменшувалися темпи розвитку виробництва або відбувалося різке відхилення від оптимальної структури капіталу.

*За характером впливу на дивідендну політику розрізняють чинники, які визначають:*

- дивідендні платежі;
- інвестиційні можливості;
- вартість альтернативних джерел капіталу;
- вплив дивідендної політики на необхідну ставку прибутковості.

*Чинники, що визначають дивідендні платежі:*

- положення, зафіксовані в емісійному проспекті про випуск облігацій, оскільки підприємство, перед тим як виплатити дивіденди за акціями, повинно виконати зобов'язання за облігаціями;
- розмір нерозподіленого прибутку. Дивіденди не можуть його перевищувати (за винятком ліквідації підприємства);
- забезпечення готівкою, тому що в разі дефіциту готівки банк може обмежити розмір дивідендів.

*Чинники, що визначають інвестиційні можливості:*

- ефективність можливих інвестиційних проектів з урахуванням часу;
- можливість прискорювати або сповільнювати проекти, що дає змогу здійснювати гнучкішу дивідендну політику.

*Чинники, що визначають вартість альтернативних джерел капіталу:*

- витрати з продажу нових акцій;
- ризик втрати контролю, тобто випуск нових акцій може призвести до втрати контролю над підприємством;

- гнучкість структури капіталу. Підприємство може фінансувати певний рівень інвестицій за рахунок або власних фінансових ресурсів, або позикових коштів. Якщо на випуск нових акцій витрачено не дуже багато, то немає значення, за чий рахунок підприємство виплачуватиме дивіденди: нерозподіленого прибутку чи випуску нових акцій. Те саме стосується боргових фінансових ресурсів. Витрати на залучення додаткових фінансових ресурсів впливають на гнучкість структури капіталу.

*Вплив дивідендної політики на необхідну ставку прибутковості здійснюється через:*

- *ставки податків.* На вибір дивідендної політики впливає податкове законодавство, особливо співвідношення податкових ставок на дивіденди і приріст капіталу;
- *переваги акціонерів.* Одні інвестори вибирають виплату великих поточних дивідендів, інші — майбутній приріст капіталу. Якщо акціонера не влаштовує дивідендна політика підприємства, то він вкладає власні капітали в акції інших компаній;
- *оцінку акціонерами* припустимого ступеня ризику операцій підприємства. Акціонери, які вважають, що підприємство має підвищений ризик, можуть вкладати отримані дивіденди в акції інших компаній;
- *ціну акцій* підприємства на ринку.

Переважання тієї чи іншої дивідендної політики залежить від податкової ситуації інвестора, його віку, освіти, психологічних особливостей, а також від того, індивідуальний це інвестор чи інституціональний.

Держава в разі потреби може регулювати загальну суму виплати дивідендів. Розмір дивідендів може бути обмежений законами або рішеннями уряду, що спричинить також обмеження розміру дивідендів. Законодавство регулює дивідендну політику підприємств, що перебувають у важкому фінансовому становищі, і не обмежує діяльності фінансово стабільних підприємств. Такі обмеження можуть бути запроваджені законодавчо. Наприклад, дивіденди забороняється виплачувати, якщо це призведе до втрати підприємством платоспроможності; дивіденди можна виплачувати тільки тоді, коли є поточний оперативний прибуток; не розподілені в минулому дивіденди можуть бути виплачені в наступні роки.

Уряд має право обмежувати виплату дивідендів; як правило, це вважається складовою політики боротьби з інфляцією. Політика обмеження доходів, у тому числі й у вигляді дивідендів, використовувалась у Великобританії в 1973–1980 рр. як одна зі складових антиінфляційної

політики. Це поєднувалося з контролем за цінами. Після приходу до влади уряду консерваторів контроль за дивідендами було знято і багато підприємств різко збільшили поточні дивіденди, а деякі фірми навіть виплатили дивіденди за попередні роки.

В Україні порядок виплати дивідендів за акціями акціонерних товариств регулюється положенням про порядок виплати дивідендів за акціями і відсотків за облігаціями.

Дивіденди можуть виплачуватися тільки з чистого прибутку шокварталу, один раз на півроку або на рік. Розмір остаточного дивіденду не може перевищувати рекомендований Радою директорів, але може бути зменшений за рішенням загальних зборів. Фіксований (або мінімальний) розмір дивідендів за привілейованими акціями встановлюється акціонерним товариством під час випуску. Виплата дивідендів за цими акціями в разі недостатності прибутку або збитковості акціонерного товариства можлива тільки за рахунок і в межах спеціальних фондів, створених з цієї метою. Витрата коштів резервного фонду не допускається.

Виплата дивідендів за простими акціями не є конкретним зобов'язанням акціонерного товариства перед акціонерами. Раді директорів і загальним зборам акціонерів забороняється повідомляти і виплачувати дивіденди, якщо акціонерне товариство неплатоспроможне або стане таким після виплати дивідендів. Якщо в річному балансі товариства є збитки, то Рада директорів або загальні збори акціонерів не мають права повідомляти і виплачувати дивіденди за акціями доти, поки збитки не будуть покриті або не буде зменшений статутний капітал (фонд) акціонерного товариства. На дивіденди мають право акції, придбані не пізніше ніж за 30 днів до офіційно оголошеної дати їх виплати. За рішенням Ради директорів або загальних зборів акціонерів дивіденди можуть виплачуватися акціями (капіталізація прибутку), облігаціями і товарами. Незалежно від форми виплати дивіденди оподатковуються відповідно до чинного податкового законодавства. Згідно із законодавством України податок сплачує акціонерне товариство.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Способи визначення ризиків.
2. У чому полягає суть статистичного способу визначення ризику?
3. Способи зменшення ризику підприємницької діяльності.

4. За яких умов інвестиції вважаються доцільними?
5. Як визначити ефективність інвестицій?
6. Як формуються джерела фінансування підприємства в умовах ринкової економіки?
7. Наведіть схему руху капіталу в ринковій економіці та охарактеризуйте її.
8. Основні фактори, що визначають попит та пропозицію фінансових ресурсів.
9. Що таке пряме та непряме інвестування?
10. Наведіть схему врівноваження попиту та пропозиції на фінансовому ринку і поясніть її.
11. Як визначити ринкову вартість акції?
12. Як визначити доцільність випуску акцій?
13. Як оцінити заборгованість підприємства?
14. Дайте визначення облігацій та їх різновидів.
15. Що таке опціон?
16. Які існують форми лізингу?
17. Які чинники впливають на результати діяльності підприємства?
18. Які основні фактори в умовах ринку впливають на управління портфелем цінних паперів на підприємстві?
19. Як у ринкових умовах розподіляється прибуток підприємства?
20. Які фактори визначають дивідендні платежі?

## ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПРОЕКТ

---

---

- Склад і характеристика інвестиційного проекту. Основні документи, що стосуються управління реалізацією інвестиційного проекту.
- 
- 

### **13.1. СКЛАД І ХАРАКТЕРИСТИКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ. ОСНОВНІ ДОКУМЕНТИ, ЩО СТОСУЮТЬСЯ УПРАВЛІННЯ РЕАЛІЗАЦІЄЮ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

*Інвестиційний проект* — це викладення цілей та особливостей конкретного інвестування й обґрунтування його доцільності. Без нього неможливо здійснювати інвестиції. Опрацювання інвестиційного проекту залежить від інвестора та чинних законів держави.

Далі під інвестиційним проектом розуміється письмовий документ, де викладено мету, методи реалізації, опис об'єкта інвестування, фінансову доцільність інвестиції. Такий проект потрібний як для власних цілей інвестора, так і для ознайомлення з намірами інвестора всіх можливих заінтересованих сторін: партнерів, банків, майбутніх споживачів.

Інвестиційний проект має типовий зміст, що поділяється на розділи. Наведемо можливий склад розділів та орієнтовні форми табличних матеріалів.

#### **ОПИС ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

##### *Короткий опис*

Це стислий (до 4 сторінок) конкретний виклад суті проекту (мета, обсяг інвестиційних витрат, технологія виробництва, доходи, окупність, ефективність, характер продукції, реальність збуту).

*Продукція:*

- опис товарів (чи послуг), що мають вироблятися; їх відмінність від типової продукції, що є на ринку;
- характеристика якості продукції, обґрунтування конкурентоспроможності;
- гарантійне обслуговування продукції;
- умови (патент, авторські права) технічної захищеності продукції.

*Ринок та організація збуту продукції:*

- обґрунтування прогнозованої ціни продукції чи послуг;
- обсяги можливої реалізації продукції;
- споживачі продукції (юридичні та фізичні особи);
- порівняння з продукцією конкурентів на ринку;
- аналіз конкурентного середовища (фірми-виробники, якість продукції, ціни, потенційний обсяг ринку);
- стратегія маркетингової діяльності (організація реклами, витрати на рекламу, ціноутворення, можливості стимулювання продажу, формування іміджу продукції та фірми в цілому).

*Виробничий план (обсяг і структура виробництва товарів і послуг):*

- номенклатура продукції та послуг;
- обсяг продажу;
- календарний графік обсягу виробництва (за кварталами) на наступні два-три роки (табл. 11), що розроблюється щомісяця або в тижневому режимі;
- забезпеченість виробництва матеріально-технічними ресурсами (номенклатура, кількість, ціна, загальні витрати, постачальники, можливість отримання, договори на постачання) (табл. 12);
- система контролю якості продукції;
- місця та умови зберігання матеріально-технічних ресурсів;
- умови зберігання готової продукції;

Таблиця 11

**Обсяг виробництва**

Номенклатура продукції	Одиниця вимірювання	Обсяг виробництва за кварталами			
		I	II	III	IV



- вплив на зовнішнє середовище й витрати на дотримання вимог щодо цього, засоби утилізації відходів.

*Персонал та соціально-трудові питання:*

- організаційна схема управління підприємством, перелік усіх підрозділів та характер взаємодії (технологічної чи інформаційно-функціональної);
- керівники, їхня службова характеристика та об'єктивні дані про них;
- штатний розпис, посадові обов'язки, вимоги до кваліфікації та спеціальності працівників, розподіл відповідальності;
- посадовий оклад або прогнозований рівень заробітної плати персоналу (табл. 13);
- потреба в навчанні персоналу, періодичність і обсяги витрат на підвищення кваліфікації працівників;
- умови стимулювання праці, особливо керівних працівників усіх рівнів.

*Організаційний план (опис питань, пов'язаних з реалізацією інвестицій):*

- обсяги та структура інвестиційних витрат (табл. 14);
- кошторис витрат;
- технічна база підприємства, приміщення, технологія виробництва;
- джерела фінансування інвестицій;
- обсяг і структура основних фондів (табл. 15);
- юридична форма підприємства, форма власності на основні фонди.

*Фінансовий план:*

- витрати на виробництво товарів і послуг (табл. 16);
- очікувані у прогнозованому періоді обсяги реалізації продукції та послуг (табл. 17);
- обсяги надходжень і витрат підприємства (табл. 18);
- зведений баланс активів і пасивів підприємства (за формою бухгалтерського балансу підприємства);
- обсяги та напрями використання прибутку (табл. 19);
- порядок фінансування та обсяги позик, потрібних для реалізації проекту;
- терміни та графік повернення позик;
- пропозиції щодо умов можливої угоди на одержання потрібної позики та порядок розрахунків за фінансовими зобов'язаннями.

*Оцінювання ризику та заходи для страхування:*

- опис проблем, що можуть виникнути під час реалізації проекту та вплинути на його очікувану прибутковість;

Таблиця 12

**Забезпеченість матеріально-технічними ресурсами**

Номенклатура потрібних матеріальних ресурсів	Одиниця вимірювання	Місячна потреба	Підприємство-постачальник	Очікувана ціна	Вартість витрат на місячну програму

Таблиця 13

**Персонал**

Підрозділ	Посада	Спеціальність	Кількість працівників	Заробітна плата	
				на місяць	на рік

Таблиця 14

**Інвестиційні витрати**

Напрямок витрат	Обсяг витрат				
	загальний	за кварталами			
		I	II	III	IV
Проектні роботи					
Машини та обладнання					
Монтажні та пусконаладжувальні роботи					
Навчання персоналу					
Товарно-матеріальні запаси					
Оборотні кошти					
Разом					

Таблиця 15

## Основні фонди

Вид основних фондів	Кількість одиниць	Вартість		Норма амортизації	Амортизаційні нарахування (річні)
		одиниці	загальна		
Будівлі					
Споруди					
Машини					
Обладнання					
Разом					

Таблиця 16

## Витрати на виробництво товарів і послуг

Елемент витрат	Витрати за кварталами			
	I	II	III	IV
Сировина				
Матеріали основні та допоміжні				
Куповані та комплектуючі вироби				
Паливо				
Енергія				
Заробітна плата				
Нарахування на заробітну плату				
Амортизація основних фондів				
Витрати на поточний ремонт основних фондів				
Загальні витрати підприємства				
У тому числі:				
транспортні				
рекламні				
на утримання адміністрації				
Разом				



## Очікувані фінансові потоки\*

Доходи та витрати підприємства	Перший рік за кварталами			
	I	II	III	IV
1. Надходження				
1.1. Реалізація продукції та послуг				
1.2. Власні кошти на початок періоду				
1.3. Позичені кошти				
2. Витрати				
2.1. Витрати на виробництво				
2.2. Податки				
2.3. Фінансові зобов'язання:				
повернення позик				
виплата відсотків за позики				
2.4. Інвестиції				
3. Наявність власних коштів (наростаючим підсумком)				
4. Заборгованість з повернення отриманих позик (за станом на початок періоду)				

\* Розрахунок роблять по стовпцях зверху вниз і зліва направо.

- аналіз залежності результатів інвестування від окремих факторів, урахованих у розрахунку ефективності проекту;
- план можливих дій з нейтралізації негативних факторів або своєчасного страхування від наслідків негативних дій;
- оцінювання ефективності інвестицій в умовах можливого найсприятливішого та найнесприятливішого розвитку подій, розподіл імовірностей успішного здійснення інвестиційних намірів інвесторів, побудова інтервалів та меж задовільного розвитку запроєктованих подій.

*Управління реалізацією інвестиційного проекту:*

- календарний план виконання робіт (початок, завершення, загальний час до завершення етапу, послідовність етапів);
- організація моніторингу за відхиленням від плану робіт;
- плани та організація подолання можливих відхилень від планових орієнтирів;
- критерії прийняття рішення про вихід з проекту та мінімізації збитків.

## Обсяг і структура використання прибутку

Вид прибутку	Перший рік за кварталами				Другий рік за кварталами			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Балансовий прибуток								
2. Податки та інші платежі до бюджету								
3. Чистий прибуток								
4. Використання чистого прибутку								
4.1. Виплати за фінансовими зобов'язаннями								
4.2. Розвиток підприємства та інші інвестиції								
4.3. Резервний фонд								
4.4. Преміювання працівників								
4.5. Соціальні потреби персоналу підприємства								

*Економічна ефективність:*

- розрахунок загальної прибутковості проекту, чистої зведеної вартості, рентабельності, терміну окупності інвестицій, співвідношення доходів і витрат.

Якість і обґрунтованість інвестиційного проекту не тільки визначають об'єкт інвестування, а й свідчать про кваліфікацію та обізнаність розробника проекту, рівень управління та планування роботи підприємства. Розроблюється такий проект методом аналізу та прогнозування роботи підприємства.

**КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Що таке інвестиційний проект?
2. Перелічіть складові інвестиційного проекту.
3. Охарактеризуйте сутність і порядок визначення фінансових потоків.
4. Охарактеризуйте основні документи управління реалізацією інвестиційного проекту.

## **СТРУКТУРА ІНВЕСТИЦІЙНОГО БІЗНЕС-ПЛАНУ**

---

---

- Послідовність розробки інвестиційного бізнес-плану.
  - Джерела інформації для складання бізнес-плану.
  - Оцінювання ефективності інвестиційного проєкту.
  - Методи аналізу ринку і конкурентного середовища.
  - Методи розрахунку потреб ресурсів.
  - Організація реалізації інвестиційного проєкту.
  - Інвестиційні ризики та форми їх страхування.
  - Стратегія фінансування інвестиційного проєкту.
- 
- 

### **14.1. ПОСЛІДОВНІСТЬ РОЗРОБКИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО БІЗНЕС-ПЛАНУ**

Найважливішим серед документів, потрібних для злагодженої роботи, є бізнес-план. Складати його можуть окремі підприємці чи управлінський персонал фірми або групи фірм, які планують здійснювати інвестиційну діяльність, а також спеціалізовані консультаційні фірми. Останні можуть виконувати весь обсяг робіт зі створення зазначеного документа або подавати спеціалістам підприємств конкретну допомогу у формуванні структури бізнес-плану, розрахунку окремих показників тощо.

Якщо *бізнес-план* підприємство розробляє самостійно, його підготовка може охоплювати кілька етапів.

На *першому етапі* видається наказ по підприємству чи приймається рішення зборів засновників, які визначають загальні напрями майбутніх інвестиційних програм, склад робочої групи і конкретних виконавців,

календарні строки підготовки бізнес-плану, осіб, які здійснюють загальне й методичне керування роботою.

Загальне керівництво розробкою перспективного плану інвестиційної діяльності здійснює керівник підприємства, методологічне — його наступник з економічних питань або консультант. До складу робочої групи входять провідні спеціалісти таких служб і відділів: планово-економічного, маркетингу, юридичного, фінансового, бухгалтерії, головного технолога, праці та заробітної плати, відділу кадрів та ін.

До основних функцій робочої групи належать такі:

- визначення напрямів і загального обсягу робіт під час складання бізнес-плану;
- визначення функцій конкретних виконавців і розподіл робіт між ними;
- підготовка документів, таблиць, схем, графіків, за якими конкретні виконавці повинні готувати й подавати інформацію;
- погодження питань про координацію дій між окремими виконавцями;
- визначення календарного плану із встановленням термінів виконання робіт і подання готових результатів.

На *другому етапі* кожний відділ і працівник робочої групи визначають обсяги роботи, збирають потрібну інформацію, виконують необхідні розрахунки, оформлюють табличний матеріал і текстову частину до нього.

## **14.2. ДЖЕРЕЛА ІНФОРМАЦІЇ ДЛЯ СКЛАДАННЯ БІЗНЕС-ПЛАНУ**

Розробка бізнес-плану пов'язана з використанням великої кількості інформації. Повнота і якість її істотно впливають на можливість досягнення мети, поставленої під час складання бізнес-плану. Недостатнє висвітлення окремих його розділів через обмеженість інформації може викликати в інвесторів сумніви щодо доцільності виділення коштів. Тому важливо знати, які дані потрібні для складання бізнес-плану і де їх можна знайти.

Характер та джерела інформації, а також підрозділи, що відповідають за її підготовку, наведено в табл. 20.

Певна частина інформації міститься в опублікованих наукових джерелах. Для її пошуку використовують енциклопедичні словники, статистичні збірники, реферативні журнали, моніторинги. Оброблюють



## Джерела вихідної інформації для складання бізнес-плану

Назва розділу бізнес-плану	Джерела вихідної інформації	Підрозділи, що відповідають за підготовку інформації
1	2	3
Характеристика об'єкта інвестування	Статут підприємства, установчий договір	Юридичний відділ
Оцінювання галузі	Щорічні зведення (довідники) техніко-економічних показників підприємств галузі (підгалузі); статистичні довідники, підготовлені органами статистики	Планово-економічний відділ
Характеристика продукції	Паспорт виробу	Відділ головного технолога
Аналіз ринку	Дані досліджень ринку, включаючи інформацію, одержану під час анкетування	Відділ маркетингу
Аналіз конкурентів	Щорічні зведення (довідники) техніко-економічних показників підприємств галузей (підгалузей), до яких входять конкуренти; статистичні довідники, підготовлені органами статистики; газети, журнали (галузеві)	Відділи планово-економічний та маркетингу
Маркетинг	Дані маркетингових досліджень	Відділ маркетингу
План і структура виробництва	Схеми виробничих потоків; баланси виробничих потужностей; відомості про технологічне устаткування; укладені договори про постачання матеріально-технічних ресурсів; кошторис витрат на виробництво	Відділи головного технолога, матеріально-технічного постачання, технічного контролю, планово-економічний відділ, бухгалтерія
Організаційний план і управління	Організаційна схема управління підприємством; план щодо роботи й заробітної плати; план розстановки кадрів; листки обліку кадрів	Відділ праці та заробітної плати; відділ кадрів
Юридичний план	Статут підприємства; установчий договір	Юридичний відділ

1	2	3
Оцінювання ризиків	Різні документи, де зафіксовані втрати (звіти, пояснювальні записки, доповідні записки, акти, протоколи нарад та ін.)	Підрозділи, що мають відношення до управління конкретним видом ризику
Фінансовий план і стратегія фінансування інвестиційного проекту	Розрахунок обсягу грошових потоків; баланс підприємства; кошторис витрат на виробництво; розрахунок собівартості; розрахунок прибутку та його розподілу	Бухгалтерія; фінансовий і планово-економічний відділи

необхідні дані за допомогою сучасних засобів механізованої обробки інформації. У розвинених країнах ринкової економіки існує низка фірм, які спеціалізуються на збиранні й акумулюванні інформації щодо стану та перспектив розвитку ринку. Використання інформації під час розробки бізнес-плану дає змогу підвищити рівень обґрунтованості тих його розділів, які стосуються оцінювання ринку, маркетингової діяльності та конкурентів.

В Україні вивченням ринку інвестицій та визначенням його пріоритетів займаються спеціальні державні та приватні фірми. Серед них вирізняється Українська державна кредитно-інвестиційна компанія, яка аналізує інвестиційну ситуацію в державі у щоквартальному збірнику-огляді “Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні”.

*Третій етап* розробки бізнес-плану передбачає узагальнення в цілому по підприємству матеріалів, одержаних від різних служб і виконавців, уточнення й установлення зв’язку між ними, оформлення остаточного варіанта, підписання й затвердження бізнес-плану.

*Заключний етап* — презентація бізнес-плану, тобто доведення основних його положень до заінтересованих осіб.

Якщо бізнес-план розроблює стороння консультативна фірма, етапність як за формою, так і за змістом дещо різниться від тієї, яка існує в разі його складання на підприємстві. Підприємство насамперед повинно укласти угоду з консультативною фірмою, де слід визначити завдання, умови й терміни виконання роботи зі створення бізнес-плану.

У процесі виконання робіт підприємство передає виконавцю необхідні матеріали, документацію, розрахунки, а також забезпечує необхідні умови праці для спеціалістів.

Після завершення робіт засновник оцінює їх якість, вносить додаткові корективи до попередньо поставленого завдання, приймає й оплачує виконані роботи. Розроблений сторонньою організацією бізнес-план підписує керівник консультаційної фірми і затверджує керівник підприємства-замовника.

### **14.3. ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

У процесі складання інвестиційного бізнес-плану важливо правильно й дохідливо викласти його мету, суть інвестиційного проекту і форми його реалізації, а також кінцеві результати від здійснення інвестицій. Цей розділ бізнес-плану, який можна назвати “Характеристика об’єкта інвестування”, складається, як правило, після визначення всіх інших напрямів діяльності. Він є узагальнюючою частиною документа, де у стислій формі викладаються всі основні ідеї майбутнього проекту. До основних вимог, яких слід дотримуватися у процесі підготовки цього розділу, належать лаконічність, інформативність, переконливість і простота викладу. Інвестор на основі цього розділу може зробити висновок, чи відповідає проект його інвестиційній стратегії та наявним ресурсам, чи влаштовує він інвестора щодо строків реалізації, строків і повноти повернення капіталу.

Насамперед необхідно викласти мету складання бізнес-плану: з метою пошуку партнера для здійснення спільної діяльності, з проханням надання кредиту на умовах повернення, повного або часткового фінансування на засадах неповернення, подання заявки на приватизацію чи викуп державного майна тощо.

Далі потрібно розкрити суть проекту, тобто загальну концепцію бізнесу, його репутацію в минулому та напрями розвитку на майбутнє, а також охарактеризувати продукцію, зазначити основні ринки збуту, розмір доходів і витрат, прибуток, рентабельність, ступінь ризику, які змогли б переконати інвестора в тому, що цей бізнес вигідний і перспективний.

У цьому ж розділі слід стисло описати ступінь підготовленості проекту та форми його здійснення (нове будівництво, реконструкція, розширення, переоснащення діючого підприємства, ступінь підготовленості проектної документації, висновки експертів про надійність об’єкта інвестування).

Необхідно також викласти основні потреби в інвестиційних ресурсах і терміни їх освоєння, загальну вартість інвестиційного проекту, а також

визначити можливу частку зовнішнього інвестора й період здійснення інвестицій, намітити терміни введення об'єкта в експлуатацію, визначити строки окупності й повернення капіталу інвестору. При цьому слід пам'ятати, що для інвестора інтерес становлять насамперед кінцеві фінансові результати, такі як сума грошового потоку, валовий і чистий прибуток.

### **РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ДЛЯ ВИЗНАЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙ**

Важливо розрахувати показники, які використовують у міжнародній практиці для визначення ефективності інвестицій, а саме:

- суму чистого приведенного доходу, що визначається за формулою

$$\text{ЧПД} = \text{ГП} - \text{I},$$

де ГП — сума грошового потоку, приведена до теперішньої вартості з використанням методу дисконтування; I — сума інвестиційних коштів, що спрямовуються на фінансування інвестиційного проекту;

- індекс дохідності інвестиційного проекту

$$I_d = \frac{\text{ГП}}{\text{I}};$$

- період окупності

$$P_o = \frac{\text{I}}{\text{ГП}_n},$$

де ГП<sub>n</sub> — сума грошового потоку, приведена до теперішньої вартості, в окремому періоді. Для короткострокових інвестицій за такий період беруть календарний місяць, а для довгострокових — один рік.

Якщо підприємство планує залучити до співробітництва іноземного інвестора, то в цьому розділі необхідно викласти основні правові питання, які гарантують захист іноземних інвестицій, пославшись на законодавчі акти України, зокрема на Закони України “Про інвестиційну діяльність”, “Про режим іноземного інвестування”, “Про оподаткування прибутку підприємств” та ін.

### **ОЦІНЮВАННЯ ГАЛУЗІ, В ЯКУ ЗДІЙСНЮЮТЬСЯ ІНВЕСТИЦІЇ**

У цьому розділі інвестиційного бізнес-плану необхідно стисло викласти вплив зовнішнього середовища на перспективність та ефективність розвитку майбутнього інвестиційного проекту.

Насамперед потрібно встановити галузь і форму діяльності підприємства. Якщо підприємство охоплює кілька видів діяльності, що належать до різних галузей народного господарства, то необхідно визначити питому вагу кожної виходячи з обсягів випуску продукції (надання послуг).

У цьому розділі бізнес-плану розглядається відповідність галузевої спрямованості інвестиційного проекту тим завданням структурної перебудови економіки, які намічаються в Україні. Визначається рівень розвитку ринкових відносин у галузі: нові продукти, досягнення НТП, новостворені ринки й покупці, нові потреби у продукті, можливості виходу на зовнішній ринок та інші економічні й соціально-політичні тенденції та фактори, здатні так чи інакше впливати на реалізацію проекту. Рівень ринкових відносин визначається також виходячи з рівня приватизації підприємств галузі, ступеня монополізації, можливостей випуску продукції під державне замовлення, можливостей впливу держави на ціни через державне регулювання цін.

У цьому розділі також наводяться деякі фінансово-економічні показники, що характеризують рівень розвитку галузі, наприклад середній рівень прибутковості підприємств цієї галузі, який можна визначити як відношення чистого прибутку до суми капіталу (основних і оборотних коштів); відношення чистого прибутку до поточних витрат; відношення чистого прибутку до обсягів випуску продукції (виконаних робіт, послуг).

### ***ХАРАКТЕРИСТИКА ПРОДУКЦІЇ, РОБІТ, ПОСЛУГ***

Потенційний інвестор значною мірою заінтересований у тому, яку продукцію випускатиме об'єкт інвестування. Тому в бізнес-плані мають бути детально описані відмітні особливості нового продукту, його привабливість для покупців, переваги порівняно з аналогічною продукцією, яка вже є на ринку.

У цьому розділі наводяться загальна технологічна оцінка продукції (робіт, послуг), її функціональні характеристики (у разі потреби вони підтверджуються кресленнями, фотографіями), аналіз конкурентоспроможності й життєвого циклу, ступінь і форми правової захищеності. Структуру цього розділу доцільно будувати за схемою, наведеною на рис. 40.

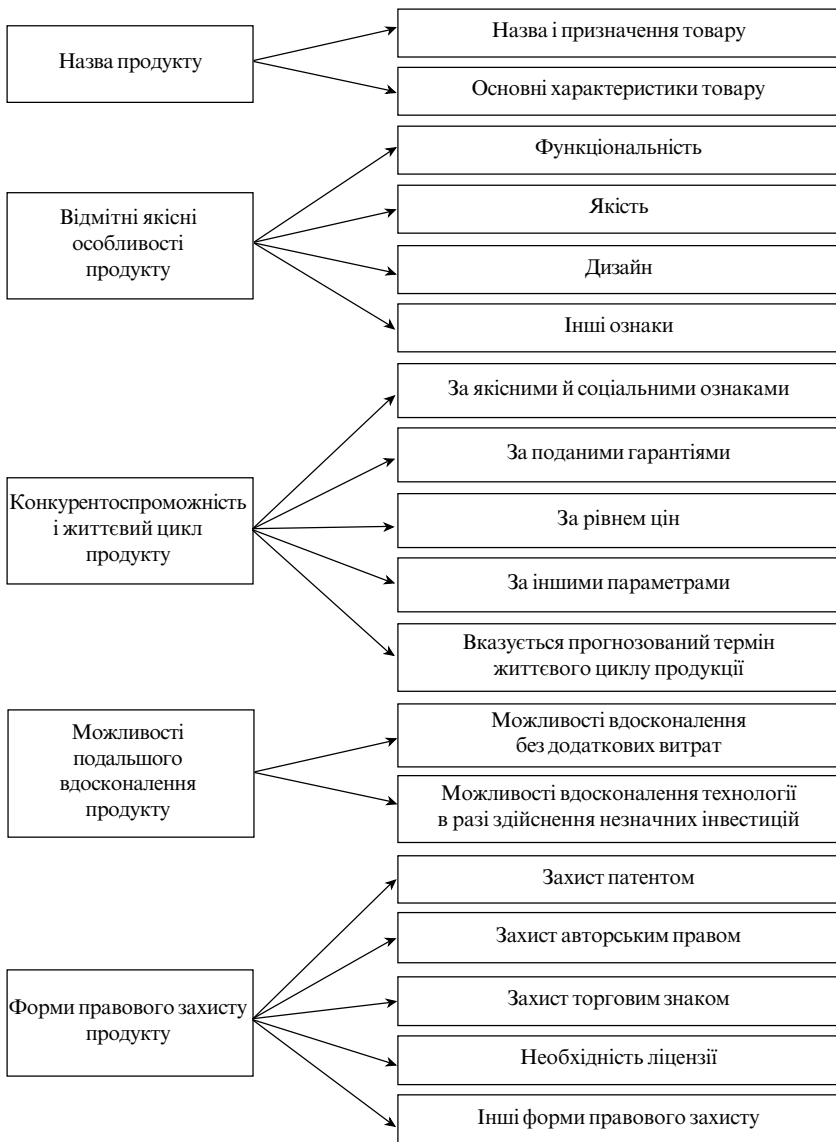


Рис. 40. Характеристика продукту

## **14.4. МЕТОДИ АНАЛІЗУ РИНКУ І КОНКУРЕНТНОГО СЕРЕДОВИЩА**

Аналіз ринку є одним з найскладніших розділів бізнес-плану, мета якого — переконати інвестора в доцільності випуску того чи іншого продукту, його необхідності й конкурентоспроможності. Аналіз охоплює не тільки сучасний стан ринку, а й прогнозує його розвиток на близьку та далеку перспективу.

Аналізують ринок на основі глибоких маркетингових досліджень, результати яких прямо впливають на планування обсягів випуску продукції, рівень цін, розміри прибутку. З огляду на ці показники визначають розміри і параметри інвестиційного проекту, а отже, й обсяги потрібних інвестицій. Як бачимо, суть планування інвестицій, зрештою, зводиться до того, чи буде майбутня продукція конкурентоспроможною, чи знайде вона свого покупця на ринку.

Розробку такого розділу бізнес-плану починають з вивчення попиту й пропозицій на продукцію в межах певного регіонального ринку та поза його межами. Увагу слід звернути насамперед на структуру покупців і замовників. Потенційні замовники групуються за однорідними групами й сегментами ринку. Можливими критеріями сегментації ринку для приватних осіб можуть бути вік, стать, національність, освіта, стиль життя, професія, рівень доходів, життєвий цикл сім'ї, а для підприємств і організацій — місцеперебування, сфера діяльності, структура, обсяг виробництва й реалізації. При цьому слід розглянути специфічні особливості регіону. Наприклад, українське населення традиційно споживає багато хліба, що є підставою для широкого розвитку борошномельної та хлібопекарської промисловості. Це саме стосується свинини, сала, ковбасних виробів, соків, компотів. А ще, наприклад, у західних регіонах України традиційно зовнішні оздоблювальні роботи здійснюють за допомогою бурого каменю.

Дослідження мають ґрунтуватися на стислій інформації, офіційних даних органів влади та інших достовірних матеріалах. Результати досліджень оформлюють у вигляді таблиць, розрахунків, графіків, а також у вигляді визначення обсягів попиту на продукцію в розрізі регіонів і ступеня його задоволення за рахунок вітчизняного виробництва й імпорту. Іншим методом вивчення та оформлення результатів маркетингових досліджень є визначення середнього рівня задоволення потреб на продукцію (послуги) у тому чи іншому регіоні (переважно на душу населення) і по-

рівняння його з аналогічними показниками в інших регіонах, областях, країні в цілому.

Такі розрахунки виконують з огляду на ситуацію, що склалася на ринку за останні три роки. Прогнозовані розрахунки слід виконувати на основі очікуваного збільшення кількості покупців, розширення ринку збуту на наступні три — п'ять років.

На наступному етапі особливу увагу слід приділити видам продукції (послуг), які вже є на внутрішньому ринку, оскільки це створює конкуренцію; реально оцінити переваги та недоліки конкурентних товарів (послуг); зазначити фірми, які випускають такі товари (надають такі послуги); визначити переваги нової продукції щодо конкурентоспроможності; порівняти конкурентні товари за такими показниками, як якість, дизайн, обслуговування, гарантійні зобов'язання, ціна тощо.

Вивчення товарів щодо конкуренції повинно дати фірмі відповіді на такі питання:

- яка частина ринку контролюється основними конкурентними фірмами;
- яка організаційна структура характерна для конкурентів і наскільки фірма, що виконує аналіз, вигідно відрізняється від них;
- наскільки стабільними є позиції конкурентів;
- як швидко фірма, яка здійснює аналіз, може переорієнтуватися на інші ринки;
- які з наведених критеріїв конкуренції є основними — якість, ціна, сервіс чи імідж.

Для того щоб визначити ступінь конкуренції за багатьма ознаками, доцільно застосовувати метод ранжування. Кожній з добраних ознак (залежно від важливості) присвоюється певна кількість балів (за прийнятою бальною системою). Загальна кількість набраних балів вказує місце фірми, яка інвестується, у конкурентному середовищі (табл. 21).

Як бачимо з даних табл. 21, на ринку А фірма, що інвестується, преважує над конкурентами, а на ринку Б конкурент під номером 1 за сумою преважує над нею. Фірма, яка інвестується, загалом переважає конкурентів за якістю і характеризується нижчою ціною на продукт. Водночас вона програє щодо реклами та іміджу, і в цих напрямках їй потрібно посилити роботу.

Нарешті, у цьому розділі бізнес-плану інвестор має знайти відповіді на такі питання:

- чи є в запланованих регіонах постійний попит на товар;



## Порівняльна характеристика конкурентного середовища

Ознака конкуренції	Максимальна кількість балів за ознакою	Ринок А				Ринок Б		
		Фірма, що інвестується	Конкуренти			Фірма, що інвестується	Конкуренти	
			1	2	3		1	2
Реклама	5	1	5	4	3	1	4	3
Розміщення	10	8	6	2	4	4	7	8
Якість	30	25	20	22	15	25	20	15
Ціна	20	18	10	13	15	18	10	13
Імідж	10	0	6	8	7	0	8	6
Разом	75	52	47	49	44	48	49	45

- хто буде основним покупцем (замовником) товару — виробник іншого товару, оптовик, роздрібна торгівля, безпосередній споживач;
- наскільки постійним продавцем буде фірма й чим це викликано — якістю, сервісом, цінами, відстанню до споживача тощо;
- наскільки постійними є покупці й чим це викликано — місцем проживання, традицією, сервісом, рівнем доходів, частотою покупок тощо.

Окремим розділом бізнес-плану може бути опис розміщення об'єкта з метою оцінювання кількох факторів: інвестиційної привабливості регіону; підвищеного попиту на новий продукт; наявності чи близькості ресурсних факторів виробництва (сировини, енергоресурсів, кадрового потенціалу); близькості до ринку збуту; якісних показників земельної ділянки, виділеної під новий об'єкт.

Усі зазначені показники можуть відіграти велику роль у підвищенні інвестиційної привабливості об'єкта інвестування.

### **ПЛАНУВАННЯ ОБСЯГІВ І СТРУКТУРА ВИРОБНИЦТВА**

Основні завдання цього розділу бізнес-плану такі:

- переконати партнерів у можливості виготовлення необхідного обсягу продукції у визначені строки з відповідною якістю;

- посилити впевненість інвесторів у здатності встановити постійні тривалі виробничі зв'язки з партнерами з виробництва та збуту продукції;
- довести, що підприємець справді вміє організувати виробництво, забезпечити певний рівень рентабельності за умови встановлення помірних цін на продукцію і невисоких затрат.

Передусім необхідно описати виробничий процес, звернути увагу на такі аспекти, як наявність виробничих площ, забезпеченість новим високоефективним устаткуванням і прогресивними технологіями, ступінь виробничої кооперації, контроль якості продукції та її відповідність міжнародним стандартам, охорона навколишнього середовища. Кожну з перелічених проблем потрібно аналізувати, виконуючи конкретні розрахунки та підкріплюючи їх відповідними характеристиками (устаткування, технологій, контролюючих і природоохоронних заходів). Для більшої наочності ці матеріали слід подавати в табличному та графічному вигляді.

На основі зазначених даних обґрунтовують обсяги випуску продукції (надання послуг) за такими напрямками: середньорічний обсяг випуску продукції; обсяг випуску продукції за окремими асортиментними групами; прогнозований обсяг випуску продукції за роками наступного п'ятирічного періоду у процесі виходу на проектну потужність. Такі дані можна узагальнити у вигляді табл. 22.

Таблиця 22

**Плановий обсяг випуску продукції**

Виріб	Плановий обсяг випуску за роками			
	1999	2001	2003	2005
А	тис. од.			
	тис. грн.			
	тис. дол. США			
Б	тис. од.			
	тис. грн.			
	тис. дол. США			
Разом	тис. од.			
	тис. грн.			
	тис. дол. США			

## **14.5. МЕТОДИ РОЗРАХУНКУ ПОТРЕБ РЕСУРСІВ**

Забезпечення реальності планових обсягів випуску продукції (надання послуг) та ефективності інвестиційного проекту необхідно підтвердити наявністю відповідних матеріальних, трудових та інших видів ресурсів. При цьому особливу увагу слід звернути на вигідність територіального розміщення інвестиційного проекту в ресурсному середовищі; наявність необхідних компонентів для забезпечення виробництва; наявність основних постачальників матеріальних ресурсів і можливість їх оперативної зміни в умовах виникнення непередбачуваних ситуацій; близькість сировинних ресурсів і розв'язання транспортних проблем; якість сировини; наявність енергетичних ресурсів; забезпеченість виробництва трудовими ресурсами й вирішення проблеми підготовки кадрів.

Цей розділ бізнес-плану доцільно будувати за такими окремими факторами забезпечення виробництва:

- сировина, матеріали, енергетичні ресурси;
- виробничі площі, устаткування, технології;
- трудові ресурси, їх підготовка та вирішення соціальних питань.

Розглядаючи кожний з перелічених факторів, необхідно правильно визначити загальні потреби в тих чи інших ресурсах і детально описати джерела їх надходження.

### **МЕТОДИ РОЗРАХУНКУ РЕСУРСІВ**

Для розрахунку потреб у сировині, матеріалах використовують загальновідомі методи планивання. Наприклад, загальну потребу в матеріалах визначають за формулою

$$M = M_{\text{п}} + M_{\text{р}} + M_{\text{з}} - M_{\text{в}},$$

де  $M_{\text{п}}$  — потреба в матеріалах для виконання виробничої програми;  $M_{\text{р}}$  — потреба в матеріалах для виконання ремонтних робіт;  $M_{\text{з}}$  — матеріальні запаси;  $M_{\text{в}}$  — матеріали, одержані в результаті власного виробництва.

Потребу в матеріалах на плановий випуск можна визначити кількома методами:

- нормативним

$$M = \Pi_{\text{в}} H_{\text{м}},$$

де  $P_B$  — плановий обсяг випуску продукції;  $H_M$  — норма витрат матеріалів на одиницю продукції;

- ресурсним

$$M = \frac{BK_M}{K_r},$$

де  $B$  — виробнича програма випуску;  $K_M$  — питома вага цього матеріалу у складі продукту, %;  $K_r$  — плановий вихід готової продукції;

- за допомогою динамічних коефіцієнтів

$$M = B_6 K_B K_{3n},$$

де  $B_6$  — фактичні витрати матеріалів у базовому періоді;  $K_B$  — коефіцієнт зміни виробничої програми;  $K_{3n}$  — індекс зниження норм витрачання матеріалів у плановому періоді.

Аналогічно розраховують потребу в інших ресурсах, у тому числі енергетичних.

### **ВИЗНАЧЕННЯ ДЖЕРЕЛ РЕСУРСІВ**

Джерела надходження ресурсів підтверджуються угодами з основними постачальниками та договорами про наміри. Зведені дані про забезпеченість випуску основними видами сировинних та енергетичних ресурсів можна оформити у вигляді табл. 23.

Таблиця 23

**Забезпеченість випуску продукції основними видами сировинних та енергетичних ресурсів**

Основний вид сировини, матеріалів, енергетичних ресурсів	Одиниця вимірювання	Середньорічна потреба	У тому числі		
			з місцевих ресурсів	з інших регіонів України	імпорт

### **ВИЗНАЧЕННЯ ВИРОБНИЧИХ ПОТУЖНОСТЕЙ**

Розглядаючи питання забезпечення проекту виробничими потужностями, потрібно враховувати такі чинники:

- наявність виробничих приміщень, споруд; необхідність нового будівництва, розширення;

- технологію виробництва, її прогресивність, необхідність придбання зарубіжних патентів, ліцензій, ноу-хау;
- потребу в устаткуванні, джерела надходження та основні якісні показники.

Забезпеченість виробництва трудовими ресурсами нині в Україні не викликає великих проблем завдяки надлишку робочої сили. Інше питання — кваліфікація працівників, зниження трудомісткості, охорона праці.

Тому, складаючи бізнес-план, слід не тільки зазначити загальну потребу в робочій силі відповідних професій і кваліфікації, а й розглянути такі питання:

- підготовка й підвищення кваліфікації працівників;
- поліпшення нормування й оплати праці, підвищення зацікавленості працівників у зниженні трудомісткості та підвищенні якості виробів;
- організація робочих місць, чітке визначення функцій, раціональна спеціалізація, контроль трудової та технологічної дисципліни;
- заходи щодо забезпечення нормальних умов та охорони праці (безпека праці, санітарно-гігієнічні умови, заходи щодо запобігання виробничому травматизму, мінімізації загазованості, запиленості, контакту зі шкідливими речовинами, а також боротьби з шумом, вібрацією та іншими негативними явищами, що можуть впливати на здоров'я та психічний стан працівників).

## **14.6. ОРГАНІЗАЦІЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

У цьому розділі бізнес-плану мають бути викладені юридичні питання, структура й організація управління як на стадії здійснення капітальних вкладень, так і в період експлуатації об'єкта інвестування.

Необхідно визначити організаційно-правову форму реалізації інвестиційного проекту. Він може бути реалізований у межах організаційно-правової форми ініціатора чи інвестора шляхом створення нового підприємства (акціонерного товариства, спільного підприємства, товариства з обмеженою відповідальністю). Слід визначити основні причини й переваги, що зумовлюють вибір саме такої юридичної форми, зазначити основних працівників, їхню частку у статутному капіталі, методику розподілу доходів від діяльності.

Якщо інвестиційний проект намічається реалізовувати за участю державного капіталу, потрібно роз'яснити систему підпорядкованості та межі втручання вищих органів у господарську діяльність підприємства.

Далі рекомендується описати структуру управління та відносини між учасниками під час реалізації інвестиційного проекту. Це стосується насамперед якісного складу управлінських кадрів замовника, які здійснюватимуть оперативне керування проектом.

### **ОРГАНІЗАЦІЯ ЕКСПЛУАТАЦІЇ ОБ'ЄКТА ІНВЕСТУВАННЯ**

Важливо навести організаційну структуру управління на стадії експлуатації, тобто після введення в дію об'єкта інвестування. Схематично можна зобразити основні управлінські підрозділи нового підприємства, їх підпорядкованість і взаємозв'язок, а також описати кандидатури й ділові риси керівного складу.

В окремому розділі бізнес-плану можна відобразити план (стратегію) маркетингу, де розглядаються питання активізації ринку, стратегії ціноутворення, збуту, реклами, сервісу. Ці питання виокремлюються в самостійний розділ у таких випадках:

- у разі виходу на ринок з принципово новим видом продукції, послуг;
- при реалізації продукції за межі означеного регіону, її експорту;
- за високого рівня конкуренції на відповідному товарному ринку регіону.

В інших випадках питання, пов'язані зі збутом продукції, відображаються в розділі “Аналіз ринку”, що було зроблено в описі типової структури бізнес-плану.

## **14.7. ІНВЕСТИЦІЙНІ РИЗИКИ ТА ФОРМИ ЇХ СТРАХУВАННЯ**

Здійснення підприємництва в будь-якій формі пов'язане з ризиком. Ризик характеризується як небезпека потенційної ймовірної втрати ресурсів або недоодержання доходів порівняно з прогнозованим варіантом. В інвестиційній діяльності питання ризику стоїть дуже гостро. Це спричинюється, по-перше, значною тривалістю інвестиційного циклу від моменту вкладення коштів до часу їх повернення. Зрозуміло, що на далеку перспективу важко спрогнозувати результати, бо на них можуть

впливати різні сторонні економічні, політичні, соціальні, екологічні та інші фактори. По-друге, інвестування пов'язане з вкладанням великих коштів, матеріальних ресурсів, неефективне використання яких може негативно позначитись на фінансовому стані інвестора. По-третє, часто інвестування здійснюється через третіх осіб (фінансових посередників), тому інвестор, як правило, не має реальної можливості контролювати використання вкладених коштів, оперативно втручатись у виробничий процес тощо.

З огляду на викладене у процесі складання інвестиційного бізнес-плану дуже важливо правильно оцінити й проаналізувати можливі ризики, виявити напрями їх уникнення та страхування.

Оцінити ризики в бізнес-плані можна за допомогою визначення факторів, наведених у табл. 24.

Таблиця 24

**Види ризиків і форми їх страхування**

Вид ризику	Рівень ризику	Форма страхування ризику
Затримка початку реалізації інвестиційного проекту (відсутність ліцензії, проектно-кошторисної документації, земельної ділянки тощо)	Безризикові інвестиції	Розробка ефективних профілактичних заходів з метою попередження ризиків
Несвоєчасне завершення будівництва (зазначити причини)	Припустимий	Створення страхових (резервних) фондів для покриття збитків
Значне перевищення вартості порівняно з проектно-кошторисною документацією	Критичний	Чітке визначення обов'язків і відповідальності всіх учасників інвестиційного проекту, розподіл між ними збитків
Ризик невиходу у встановлені строки на проектну потужність	Катастрофічний	Отримання певних гарантій від органів влади
Ризик втрати ринку збуту (зниження попиту, високий рівень конкуренції)		Зовнішнє страхування окремих ризиків у страхових компаніях
Зниження запланованого рівня чистого прибутку (підвищення рівня затрат, зниження рівня цін, зміни податкового законодавства)		

Визначаючи вид ризику, потрібно оцінити його рівень і вплив на загальні результати. Безризикові інвестиції в нашій державі знайти важко, тому що на рівень ризику впливають не тільки економічні, а й політичні, соціальні, екологічні та інші фактори.

Інвестиціями з припустимим рівнем ризику прийнято називати такі вкладення, коли існує ймовірність втратити весь чистий прибуток за цим інвестиційним проектом.

Критерієм критичного рівня ризику є можливість втрати не тільки прибутку, а й усієї виручки. Це означає, що не можна брати до виконання інвестиційний проект, якщо в одному з 10 випадків може бути втрачений прибуток, в одному зі 100 — валовий дохід, а в одному з 1000 — усе вкладене майно.

Залежно від рівня ризику потрібно передбачити заходи щодо його страхування (див. табл. 24). Складаючи інвестиційний бізнес-план, часто передбачають так звану премію за ризик. Це своєрідний додатковий прибуток, якого вимагає інвестор за свій ризик. Розміри цього прибутку повинні збільшуватись пропорційно зростанню ризиків за тим чи іншим інвестиційним проектом.

Загальний прибуток (дохід) за інвестиційним проектом з урахуванням рівня його систематичного ризику можна розрахувати за формулою

$$D_z = D_6 + (D_c - D_6) \beta,$$

де  $D_6$  — рівень прибутку за безризиковими інвестиціями;  $D_c$  — середній рівень прибутку на інвестиційному ринку;  $\beta$  — бета-коефіцієнт, який характеризує рівень систематичного ризику за цим інвестиційним проектом.

### **ПРИПИНЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

У цьому розділі мають бути передбачені шляхи виходу з програми на окремих стадіях реалізації інвестиційного проекту в разі настання несприятливих умов.

Можливості оперативного припинення інвестиційного проекту з найменшими втратами визначаються оцінюванням ступеня його ліквідності. Під ліквідністю інвестицій розуміють їх потенційну здатність у короткий час і без істотних фінансових втрат трансформуватись у кошти. Ліквідність аналізують шляхом порівняння окремих активів різного ступеня ліквідності та суми інвестицій. Швидколіквідними й менш ризиковими



вважаються проекти, де переважають активи, виражені в коштах, короткострокових фінансових вкладеннях, товарно-матеріальних запасах. Слаболіквідними є незавершені капітальні вкладення, основні засоби, особливо їх пасивна частина (будівлі, споруди).

Ступінь ліквідності визначається не тільки за часом реалізації об'єкта інвестування на ринку, а й за розміром фінансових витрат і збитків, пов'язаних із закриттям інвестиційного проекту та поверненням коштів. Фінансові збитки у зв'язку з продажем об'єкта інвестування вважаються низькими, якщо їх рівень не перевищує 5 % обсягу інвестицій; середніми, якщо цей показник становить 6–10 %; високими, якщо внаслідок реалізації об'єкта втрачається понад 10 % вартості здійснених інвестицій.

## **14.8. СТРАТЕГІЯ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

Цей розділ бізнес-плану є найважливішим і узагальнюючим. Він містить прогноз обсягів реалізації продукції, баланс грошових надходжень і витрат, зведений баланс активів і пасивів підприємства, графік досягнення беззбитковості. Цей розділ становить найбільший інтерес для інвесторів та банківських установ, які надають кредити.

Згідно з фінансовим планом розроблюють стратегію фінансування інвестицій і план повернення коштів інвесторам. Найчастіше стратегію фінансування інвестиційного проекту виокремлюють у самостійний розділ.

Фінансовий план будують у вигляді порівняння майбутніх доходів та експлуатаційних витрат з виходом на валовий і чистий прибутки, грошовий потік.

Грошовий потік — це основний показник, що характеризує ефективність здійснення інвестицій. Він охоплює чистий прибуток і суму амортизації, що є джерелом для повернення інвестору вкладеного капіталу.

План доходів і витрат можна побудувати у вигляді табл. 25, де на перший рік експлуатації інвестиційного об'єкта показники прогнозуються помісячно, на другий — поквартально, на третій і наступні — у цілому за рік.

**План доходів і витрат, пов'язаних  
з експлуатацією інвестиційного проекту**

Показник	1-й рік щомісячно			2-й рік щоквартально			3-й рік	4-й рік	5-й рік
	січень	лютий	і т. д.	I	II	і т. д.			
1. Виручка від реалізації продукції									
1.1. У тому числі ПДВ та інші платежі з обороту									
2. Затрати на виробництво реалізованої продукції, у тому числі поелементно									
2.1. Матеріальні витрати									
2.2. Витрати на оплату праці									
2.3. Відрахування на соціальні заходи									
2.4. Амортизація основних засобів									
2.5. Інші витрати									
3. Валовий прибуток (р. 1 – р. 1.1 – р. 2)									
4. Обов'язкові відрахування й платежі з прибутку									
5. Чистий прибуток (р. 3 – р. 4)									
6. Грошовий потік (р. 5 + р. 2.4)									

### **ГРАФІК БЕЗЗБИТКОВОСТІ**

Наступним етапом розробки фінансової стратегії у процесі складання інвестиційного бізнес-плану є побудова графіка беззбитковості. Він показує вплив на розмір прибутку таких основних показників, як обсяг виробництва продукції, продажна ціна та собівартість реалізації продукції (включаючи умовно-постійні та змінні витрати).

За допомогою зазначеного графіка можна визначити точку (поріг) беззбитковості, яка показує, за якого обсягу випуску й реалізації продукції (послуг) буде досягнуто повної самоокупності господарської діяльності об'єкта інвестування. Зі збільшенням обсягів продажу прибуток збільшу-

ватиметься за рахунок того, що частина витрат (які називають умовно-постійними) залишатиметься незмінною.

Поріг безбитковості можна визначити за формулою

$$B = \frac{ПВВ}{Ц - ЗВО},$$

де  $B$  — загальний обсяг випуску (кількість) продукції, при якому досягається безбитковість виробництва;  $ПВВ$  — умовно-постійні витрати на весь випуск;  $Ц$  — ціна одиниці продукції;  $ЗВО$  — змінні витрати на одиницю продукції.

До умовно-постійних витрат зараховують такі, що не залежать від обсягу виробництва (амортизація основних засобів, орендна плата, витрати на адміністративно-управлінський апарат тощо).

До змінних витрат зараховують такі, що залежать від обсягу виробництва (вартість матеріалів, палива, енергії, технологічні затрати, основна заробітна плата працівників тощо).

Законодавчі акти України, зокрема типові положення з планування, обліку та калькуляції собівартості продукції у промисловості, сільському господарстві, будівництві, торгівлі, не передбачають розподілу витрат під час їх планування та обліку на постійні та змінні. Через відсутність інформації про ці групи витрат виникають певні труднощі у процесі визначення й аналізу порога безбитковості (особливо під час прогнозування фінансових показників від майбутньої діяльності інвестиційного проекту, коли важко уявити, як формуватимуться ті чи інші витрати у разі зміни обсягів виробництва).

З огляду на викладене науковцям доцільно розробити класифікатор ступеня залежності тих чи інших витрат від зміни обсягів виробництва. Оскільки практично немає суто постійних і суто змінних витрат, доцільно виразити залежність тих чи інших витрат від зміни обсягів виробництва у процентному відношенні. Використовуючи ці нормативи, можна визначити постійні та змінні витрати, розрахувати й графічно зобразити умови досягнення безбитковості (рис. 41).

### **СТРАТЕГІЯ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

Наступним етапом прогнозування фінансових показників при складанні інвестиційного бізнес-плану є визначення стратегії фінансування інвестиційного проекту. На цьому етапі необхідно виявити загальні

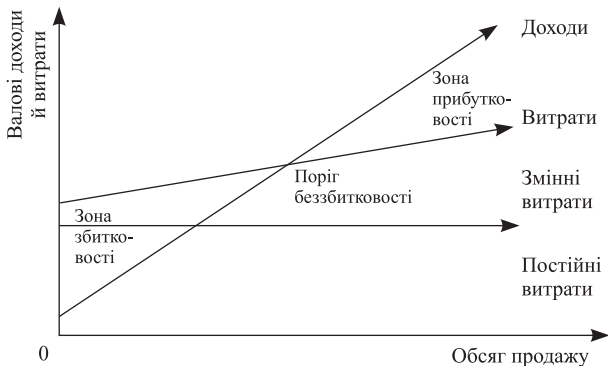


Рис. 41. Графік порога беззбитковості

потреби у фінансових ресурсах і джерела фінансування інвестиційного проекту.

Джерелами для здійснення інвестицій можуть бути насамперед власні кошти підприємства (залишковий прибуток, фонди економічного стимулювання, амортизаційний фонд тощо), а також такі ресурси:

- позичкові фінансові кошти (банківські та бюджетні кредити, надходження від випуску й продажу облігацій тощо);
- залучені фінансові ресурси (залучений акціонерний капітал, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);
- бюджетні інвестиційні асигнування;
- безоплатні та благодійні внески, пожертвування організацій, підприємств, громадян.

У бізнес-плані слід чітко розмежовувати наявні та необхідні фінансові ресурси, фінансові вклади українських і іноземних інвесторів. Форми здійснення як вітчизняних, так і іноземних інвестиційних внесків можуть бути різними: грошові вклади в національній чи іноземній валюті; майнові вклади у вигляді поставки устаткування, матеріалів, товарів; кредити в банках; передавання права на використання винаходів, патентів, ноу-хау; підготовка експлуатаційних кадрів; забезпечення ринку збуту та умов експортування продукції за кордон тощо.

Графік потоку джерел інвестування слід спрогнозувати на весь період фінансування інвестиційного проекту, причому на перший рік — щомісячне фінансування, на другий — щоквартальне.

## **ВИЗНАЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

Заключним етапом складання фінансового плану є розрахунок показників ефективності майбутніх інвестицій. Це дуже важлива, відповідальна та складна робота. Важливість її полягає в тому, що кожний інвестор хоче мати хоча б приблизне уявлення про результати, які будуть отримані в результаті реалізації інвестиційного проекту. Проекти, які не даватимуть відповідного ефекту, є безперспективними і тому ніхто не вкладатиме в них кошти.

Необхідно обґрунтувати показники ефективності інвестицій з високим ступенем достовірності й точності, урахувати всі фактори, які можуть впливати на ефективність проекту, оцінити можливі ризики. Значна відмінність між прогнозованими і фактичними результатами може призвести до конфліктних ситуацій між учасниками інвестиційного проекту, втрати запланованих доходів, а найгірше — вкладених капіталів.

Складність розрахунку ефективності майбутніх інвестицій зумовлюється тим, що дуже важко правильно оцінити всі сторони інвестиційної діяльності як на етапі здійснення інвестицій, так і під час експлуатації інвестиційного проекту, точно спрогнозувати й досягти високого ступеня достовірності інформації. Крім того, існує кілька методик визначення ефективності інвестиційної діяльності.

Як відомо, під ефективністю розуміють співвідношення результатів і затрат на їх досягнення. В інвестиційній діяльності економічну ефективність визначають шляхом порівняння результатів, одержаних у процесі експлуатації об'єктів інвестування, і сукупних затрат на здійснення інвестицій.

У вітчизняній економіці дотепер традиційно використовують два показники для оцінювання ефективності капітальних вкладень — *коефіцієнт ефективності* (Е) та обернений до нього показник — *період окупності* ( $\Pi_o$ ), які розраховують так:

$$E = \frac{\Pi}{K}; \quad \Pi_o = \frac{K}{\Pi},$$

де  $\Pi$  — середньорічний прибуток у період експлуатації об'єктів інвестування;  $K$  — сума капіталовкладень у ці об'єкти (сума інвестицій).

Застосування цих показників для оцінювання ефективності інвестицій в умовах ринкової економіки дає змогу виявити їх істотні недоліки. Основний недолік розглядуваної методики полягає в тому, що вона не вра-

ховує фактор часу. Як відомо, інвестиційний цикл — це довготривалий процес, який охоплює періоди здійснення інвестицій та експлуатаційний, тобто час повернення вкладених капіталів. Інвестиційний лаг може тривати роками. За цей час в економіці країни можуть відбуватися важливі процеси, що спричинюються економічним спадом, інфляцією або розвитком. Крім того, слід ураховувати, що вкладені кошти могли б дати певний ефект, якби їх використали в іншій сфері діяльності, наприклад як депозитний вклад у банку. Ця методика не передбачає приведення майбутнього ефекту до теперішньої вартості вкладених капіталів.

Другий істотний недолік традиційного способу оцінювання ефективності капітальних вкладень полягає в тому, що за основне джерело повернення вкладеного капіталу беруть тільки прибуток. Проте серед основних джерел фінансування інвестиційної діяльності особливо важливіми є амортизація та повне відновлення основних засобів.

Тому, вибираючи методи оцінювання ефективності інвестиційних проєктів, слід звертатися до зарубіжної практики.

Найпоширенішим є метод оцінювання ефективності інвестицій за допомогою визначення розмірів грошового потоку, який складається із суми чистого прибутку та амортизаційних відрахувань за час експлуатації. При цьому суму грошового потоку й капіталовкладень необхідно привести до теперішньої їх вартості.

До показників, які використовують для визначення ефективності інвестицій, належать сума чистого приведенного доходу, індекс дохідності, період окупності та внутрішня норма дохідності.

*Чистий приведений дохід* — це абсолютна сума ефекту від здійснення інвестицій, що визначається за формулою

$$\text{ЧПД} = \text{ГП}_T - \text{ІК},$$

де  $\text{ГП}_T$  — сума грошового потоку, приведена до теперішньої вартості, за весь період експлуатації інвестиційного проєкту (чистий прибуток плюс амортизаційні відрахування);  $\text{ІК}$  — сума інвестиційних коштів, спрямованих на реалізацію інвестиційного проєкту.

Приведення грошового потоку до його теперішньої вартості здійснюють методом дисконтування, використовуючи складні проценти. Теперішню вартість грошового потоку за наведеною методикою можна розрахувати так:

$$\text{ГП}_T = \frac{\text{ГП}_M}{(1+i)^n},$$

де  $ГП_m$  — майбутня вартість грошового потоку;  $i$  — відсоткова ставка, виражена десятковим дробом;  $n$  — кількість періодів (місяців, кварталів, років) з початку інвестиційного циклу.

Грошовий потік охоплює чистий прибуток та амортизацію за весь період експлуатації. Якщо цей період визначити важко, то для розрахунків беруть період 5 років.

Дисконтна ставка — це відсоткова ставка, застосування якої у процесі дисконтування дасть змогу привести майбутню вартість грошового потоку до теперішньої. Це дуже важливий і складний показник. Визначають його з урахуванням таких факторів:

- середньої реальної депозитної або кредитної ставки за грошовими вкладками у банки;
- темпу інфляції, що передбачається на період.

Реальну ставку відсотка з урахуванням цього фактора визначають так:

$$i_p = i - T,$$

де  $i$  — номінальна ставка відсотка;  $T$  — темп інфляції.

Що вищий темп інфляції, то вищою має бути ставка відсотка, яка могла б компенсувати інвестору втрачений дохід у вигляді:

- “премії від інфляції”;
- премії за ризик. Загальна відсоткова ставка має враховувати ступінь ризику інвестицій і компенсувати можливі втрати від нього у вигляді “премії за ризик”. За більш ризикових об’єктів інвестування слід відповідно збільшувати ставку відсотка;
- премії за низьку ліквідність (встановлюючи ставку відсотка, необхідно враховувати й компенсувати у вигляді додаткового доходу можливі втрати інвестора від зниження ліквідності інвестицій).

Чистий приведенний дохід не може бути від’ємним, бо в цьому разі зроблені інвестиції не принесуть доходу і будуть збитковими.

*Індекс дохідності* — це відносний показник, що характеризує ефективність інвестицій. Він визначається відношенням суми грошового потоку, приведеної до теперішньої вартості, до суми інвестиційних коштів:

$$I_d = \frac{ГП_T}{ІК}.$$

Індекс дохідності не може бути менший за одиницю (такий проект є неефективним, і його слід відхилити).

Чистий приведенний дохід та індекс дохідності перебувають у прямій залежності. Зі збільшенням абсолютної суми чистого приведенного дохо-

ду підвищується й індекс дохідності, тому на практиці можна розрахувати лише один із зазначених показників. Проте порівнюючи кілька інвестиційних проектів, доцільно розраховувати обидва показники з метою глибшого вивчення наявних проектів і вибору найкращого.

*Період окупності* — найпоширеніший з показників оцінювання ефективності інвестицій. Він допомагає відповісти на питання, за який період вкладені кошти повернуться до інвестора. Період окупності розраховують за формулою

$$\Pi_o = \frac{IK}{\Gamma\Pi_c},$$

де  $\Gamma\Pi_c$  — середня сума грошового потоку в теперішній вартості в конкретному періоді (у разі короткострокових інвестицій цей період може тривати один місяць, а в разі довгострокових — один рік).

На практиці використовують також дещо модифіковані способи визначення періоду окупності:

$$\Pi_o = (n-1) + \frac{IK - \sum_{j=1}^{n-1} \Gamma\Pi_j}{\Gamma\Pi_n},$$

або

$$\Pi_o = (n-1) + \frac{IK - \sum_{(1+i)^j}^{n-1} \frac{\Gamma\Pi_j}{(1+i)^j}}{\frac{\Gamma\Pi_n}{(1+i)^n}},$$

де  $\Gamma\Pi_j$  — обсяг грошового потоку в  $j$ -му періоді;  $\Gamma\Pi_n$  — обсяг грошового потоку в  $n$ -му періоді, коли його наростаюча сума досягне розмірів вкладених інвестицій;  $i$  — дисконтна ставка для приведення грошового потоку до теперішньої вартості;  $n$  — порядковий номер періоду (року, кварталу, місяця), в якому сума дисконтованого грошового потоку, включаючи грошові потоки за всі попередні роки, уперше перевищить розмір інвестицій.

За допомогою зазначених методів можна розраховувати період окупності згідно із сумами грошового потоку кожного періоду (у першому випадку без дисконтування майбутньої вартості, у другому — з урахуванням дисконтних ставок і приведенням грошового потоку до теперішньої вартості).



## **ВИЗНАЧЕННЯ ВНУТРІШНЬОЇ НОРМИ ДОХІДНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

Показник внутрішньої норми дохідності у розрахунках характеризує рівень дохідності конкретного інвестиційного проекту (у відсотках) у формі дисконтної ставки в розмірах, за яких майбутній обсяг грошового потоку приводиться до теперішньої вартості вкладених інвестицій. Іншими словами, внутрішню норму дохідності можна охарактеризувати як дисконтну ставку, за якої чистий приведений дохід у процесі дисконтування дорівнюватиме нулю.

Внутрішню норму дохідності як показник використовують здебільшого для порівняльного оцінювання ефективності інвестицій. Порівнюючи два і більше проекти, можна вибрати варіант, який забезпечує найвищий рівень дохідності.

Розглянемо на прикладі методику розрахунку ефективності інвестицій, використовуючи умовні дані. Вихідні дані для розрахунку інвестиційних проектів А і Б наведено в табл. 26.

*Таблиця 26*

### **Вихідні дані**

Показник	Інвестиційний проект	
	А	Б
Обсяг інвестицій, тис. грн.	11000	12000
Період експлуатації, років	3	4
Прийнята дисконтна ставка, %	12	15
Прибуток за роками експлуатації, тис. грн.:		
1-й рік	3000	2000
2-й рік	4000	3000
3-й рік	6000	4000
4-й рік	—	4000
Річна сума амортизації, тис. грн.	1000	1500

Розрахунок ефективності інвестиційних проектів А і Б подано в табл. 27.

Таблиця 27

## Розрахунок ефективності інвестиційних проєктів

тис. грн.

Показник	Формула для розрахунку	Період за кварталами	Інвестиційний проєкт А		Інвестиційний проєкт Б	
			Методика розрахунку	Результат	Методика розрахунку	Результат
Грошовий потік	П + А	I	3000+1000	4000	2000+1500	3500
		II	4000+1000	5000	3000+1500	4500
		III	6000+1000	7000	4000+1500	5500
		IV	—	—	4000+1500	5500
		Разом	16000		19000	
Теперішня вартість грошового потоку в результаті дисконтування	$\frac{ГП}{(1+i)^n}$	I	$\frac{4000}{1+0,12}$	3571	$\frac{3500}{1+0,15}$	3043
		II	$\frac{5000}{(1+0,12)^2}$	3986	$\frac{4500}{(1+0,15)^2}$	3403
		III	$\frac{7000}{(1+0,12)^3}$	4982	$\frac{5500}{(1+0,15)^3}$	3616
		IV	—	—	$\frac{5500}{(1+0,15)^4}$	3145
		Разом	12539	12539	13207	
Чистий приведений дохід	$ГП_T - ІК$		12539-11000	1539	13207-12000	1207
Індекс дохідності	$\frac{ГП_T}{ІК}$		$\frac{12539}{11000}$	1,14	$\frac{13207}{12000}$	1,10
Період окупності	$\frac{ІК}{ГП_c}$		$\frac{11000}{12539/3}$	2,6	$\frac{12000}{13207/4}$	3,6
Внутрішня норма дохідності	$ГП_T = ІК$ або $\sum_{i=1}^n \frac{ГП_M}{(1+x)^n} - ІК = 0$		$\frac{4000}{1+x} + \frac{5000}{(1+x)^2} + \frac{7000}{(1+x)^3} - 11000 = 0$ , де $x$ — значення дисконтної відсоткової ставки для інвестиційного проєкту А	1,192	$\frac{3500}{1+y} + \frac{4500}{(1+y)^2} + \frac{5500}{(1+y)^3} + \frac{5500}{(1+y)^4} - 12000 = 0$ , де $y$ — значення дисконтної відсоткової ставки для інвестиційного проєкту Б	1,175

На основі виконаних розрахунків доходимо таких висновків:

1. Загальна сума грошового потоку за проектом Б набагато перевищує цей показник за проектом А. Однак необхідно зважити на те, що за другим проектом термін повернення капіталу у вигляді грошового потоку більший на один рік, ніж за першим.

2. Унаслідок проведення дисконтування визначено теперішню вартість грошового потоку, яка є набагато нижчою від майбутньої: за проектом А теперішня вартість становить 78,3 %, а за проектом Б — лише 69,5 %. Більш різке зниження реального грошового потоку за другим проектом порівняно з першим спричинене відмінністю дисконтних множників (15 % проти 12 %), що може призвести до збільшення відсоткової кредитної ставки, підвищення ризику та зменшення ліквідності. Крім того, слід зважити й на те, що за проектом Б на один рік збільшено період дисконтування, а з віддаленням строку повернення вкладених коштів їх реальна ціна зменшується. Наприклад, за перший рік за проектом Б реальна вартість потоку зменшилася на 13,1 % порівняно з майбутньою ( $100 - 3043/3500 \cdot 100$ ), а за четвертий рік це зниження становило аж 42,2 % ( $100 - 3145/5550 \cdot 100$ ).

3. Чистий приведений дохід для проекту А становить 1539 тис. грн, а для проекту Б — 1207 тис. грн. Проте абсолютні значення цього показника не розкривають повної картини через різні терміни експлуатації об'єктів.

4. За індексом дохідності перший варіант превалює над другим.

5. Аналізуючи період окупності затрат за кожним варіантом, доходимо висновку, що інвестиційний проект А окупиться на рік швидше, ніж проект Б.

6. Визначення внутрішньої норми дохідності дало змогу розрахувати мінімальний коефіцієнт прибутковості (або поріг беззбитковості), тобто норму дисконту, за якої чистий приведений дохід дорівнюватиме нулю. Порівнюючи цю норму з дисконтними ставками за кожним проектом, можна встановити рівень прибутковості кожного варіанта. Що нижчою буде реальна відсоткова ставка від розрахункової, то прибутковішими будуть інвестиції. У першому варіанті розрахункова норма становить 19,2 %, тоді реальна дисконтна ставка дорівнюватиме 12 %, тобто нижча на 7,2 %. У другому варіанті ця різниця набагато менша й становить 2,5 %, отже, цей варіант ближчий до межі, за якою реалізація інвестиційного проекту може бути збитковою і неефективною.

Підбиваючи підсумок проведеного аналізу, констатуємо, що інвестиційний проект А вигідніший, ефективніший як за розміром чистого при-

веденого доходу й індексу дохідності, так і за періодом окупності. Цей варіант має більший запас щодо норми дохідності.

В економічній теорії зустрічаються й інші поняття та показники для оцінювання ефективності інвестицій, наприклад чиста поточна вартість, внутрішня рентабельність, які виражають такі самі показники чистого приведенного доходу та внутрішньої норми дохідності. Під час оцінювання ефективності доцільно враховувати і супутні, і народногосподарські інтереси.

Практично досить важко розрахувати розглянуті показники з високим ступенем достовірності, тим більше спрогнозувати їх на близьку й далекую перспективу. Тому у процесі складання інвестиційних бізнес-планів достатньо розраховувати показники, що застосовуються в зарубіжній практиці: чистий приведений дохід, індекс дохідності, період окупності, внутрішню норму дохідності.

### **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Джерела інформації для складання бізнес-планів.
2. Які показники використовують для визначення ефективності інвестицій?
3. Охарактеризуйте види інвестиційних ризиків і форми їх страхування.
4. В яких випадках можливе припинення розробки інвестиційного проекту?
5. Як визначається стратегія фінансування інвестиційного проекту?
6. Як визначається внутрішня норма дохідності інвестиційного проекту?

## **ХАРАКТЕРИСТИКА ВАРІАНТІВ БІЗНЕС-ПЛАНУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

- 
- Структура бізнес-плану інвестиційного проекту. Оцінювання ризиків та ефективності інвестиційного проекту.
- 

### **15.1. СТРУКТУРА БІЗНЕС-ПЛАНУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ. ОЦІНЮВАННЯ РИЗИКІВ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

У країнах з розвинутою ринковою економікою бізнес-план складається за певними стандартами й правилами і вважається типовим документом. Розробка й виклад бізнес-плану підпорядковані певній логічній структурі, яка в більшості країн має уніфікований характер. У зарубіжній і вітчизняній літературі, у нормативних документах рекомендується загальноприйнята структура бізнес-плану, яку показано на рис. 42.

Водночас загальна схема й порядок викладу бізнес-планів можуть різнитися залежно від характеру інвестиційного проекту. Так, для великих інвестиційних проектів, які потребують значних капітальних затрат або ж розраховані на тривалий період, а також пов'язані з випуском і впровадженням на ринок нових видів продукції, товарів, послуг, має бути розроблений повний варіант бізнес-плану. Він передбачає врахування й деталізацію всіх напрямків майбутньої діяльності, аналіз можливих ризиків і шляхів їх уникнення. Окремі висновки, пропозиції підтверджуються необхідними розрахунками, графіками, таблицями.

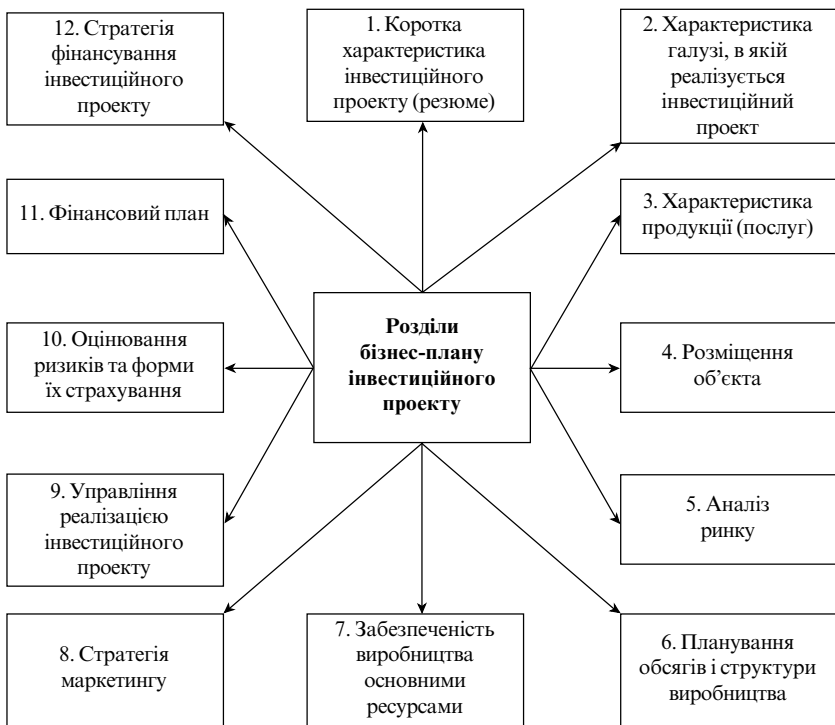


Рис. 42. Структура бізнес-плану інвестиційного проекту

Для невеликих інвестиційних проектів (наприклад, для обґрунтування одержання позик) допускається скорочений варіант бізнес-плану, який накреслює загальні цілі та шляхи їх досягнення.

Крім того, порядок заповнення бізнес-планів залежить від багатьох інших факторів, питань, особливостей.

Розглянемо варіант складання інвестиційного бізнес-плану, виокремимо найважливіші його особливості. Пропонований макет бізнес-плану заповнений умовними даними і подається скорочено.

## **БІЗНЕС-ПЛАН ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ БУДІВНИЦТВА ЗАВОДУ ОБЛИЦЮВАЛЬНИХ МАТЕРІАЛІВ**

### **1. Характеристика підприємства-інвестора**

1.1. Повна назва: *відкрите акціонерне товариство "Західбуд"*.

- 1.2. Юридична адреса: 296022, м. Львів, вул. Зелена, 154.
- 1.3. Форма власності: *приватна*.
- 1.4. Перелік засновників: *колектив працівників ВАТ “Західбуд”*.

## **2. Характеристика об’єкта інвестування**

- 2.1. Назва: *завод облицювальних матеріалів*.
- 2.2. Спеціалізація: *випуск облицювальних матеріалів з каменю, граніту, мармуру та ін.*
- 2.3. Загальні обсяги виробництва: *18000 тис. кв. м за рік після виходу заводу на проектну потужність*.
- 2.4. Характеристика земельної ділянки: *0,8 га земельної ділянки за адресою: 282000, м. Тернопіль, вул. Промислова, 52*.

## **3. Характеристика продукції**

- 3.1. Опис продукції: *плитка облицювальна різної форми, конфігурації, розмірів для виконання зовнішніх облицювальних робіт: фасадів будинків, огорожі, тротуарів, доріжок та ін., має добрі декоративні якості*.
- 3.2. Якісні показники: *вироби водо- та морозостійкі, мають великий запас міцності під час транспортування, вантажно-розвантажувальних робіт, не піддаються впливу інших атмосферних явищ*.
- 3.3. Умови випуску продукції: *місцева сировина, вітчизняне та імпордне устаткування, наявність трудових ресурсів*.

## **4. Аналіз ринку**

- 4.1. Умови транспортування, реалізації й ринок збуту: *транспортування здійснюватиметься здебільшого залізницею з під’їзної колії, а в межах західного регіону, у центральні області та поза межами України — автомобільним транспортом*.
- 4.2. Основні споживачі продукції: *органи місцевої влади для упорядкування міст і сіл, а також підприємства, організації, населення. Облицювальні матеріали користуються великим попитом у західному регіоні. Характерною є тенденція до зменшення обсягів продажу вітчизняних облицювальних матеріалів і збільшення імпортних. Про це свідчать дані табл. 28*.
- 4.3. Конкуренти: *аналогічна продукція випускається такими самими підприємствами в Житомирській і Сумській областях; західні регіони забезпечуються здебільшого зарубіжними облицювальними матеріалами*.

4.4. Рівень цін на продукцію: *не перевищуватиме вартості аналогічних виробів на вітчизняних і зарубіжних підприємствах (з урахуванням увізного мита).*

## **5. План виробничої діяльності об'єкта інвестування**

5.1. Опис виробничого процесу: *продукція виготовлятиметься шляхом розпилювання та шліфування вихідних матеріалів, декоративного оздоблення виробів і нанесення на них захисного покриття.*

5.2. Прогнозовані річні обсяги випуску продукції та продажу: *наведені в табл. 29. Проектної потужності підприємство досягне на третьому році після введення об'єкта в дію.*

5.3. Основні фактори, що забезпечують виробничу діяльність.

5.3.1. *Наявність сировини, матеріалів, основні постачальники: основною сировинною базою є місцевий бурий камінь, а також граніт і мрамур з Рівненської та Житомирської областей. Сировина постачатиметься здебільшого залізницею.*

5.3.2. *Наявність енергетичних ресурсів: річна потреба в електроенергії для забезпечення виробничої діяльності — 187 млн кВт·год. Холодна і гаряча вода, пара постачатимуться з комбайнового заводу (є договір про наміри).*

5.3.3. *Характеристика технологій: технологічний цикл складатиметься з таких етапів: попереднього очищення сировини, розпилювання, миття, обробки спеціальними водо- та морозостійкими засобами, шліфування, декоративного оздоблення й нанесення захисного покриття на лицьовий бік виробів.*

5.3.4. *Характеристика машин та устаткування: у виробництві застосовуватиметься устаткування для розпилювання каменю й граніту Краматорського верстатного заводу, Львівського заводу алмазних інструментів, а також устаткування очисних споруд австрійської фірми “Kreis” (є договір про наміри).*

5.3.5. *Структура виробничих кадрів: кадровий потенціал формуватиметься за рахунок місцевих трудових ресурсів.*

## **6. Управління реалізацією інвестиційного проекту**

6.1. *Організаційно-правовий статус інвестора (замовника): функції замовника виконуватиме відділ капітального будівництва ВАТ*



“Західбуд”, виділений на самостійний баланс. Кошти на будівництво акумулюватимуться на окремому рахунку в банку.

- 6.2. Якісний склад кадрів: *інвестиційним процесом керуватиме дирекція заводу: директор Кравець М. П. (освіта вища, закінчив Львівський політехнічний інститут, 24 роки стажу на підприємствах будівельної індустрії); головний інженер Якимець М. І. (закінчив Київський інженерно-будівний інститут, 15 років стажу).*
- 6.3. Характеристика підрядника: *генеральний підрядник — БМУ “Промбуд” фірми “Тернопільбуд”; виконує будівельно-монтажні роботи; забезпечує проект будівельними матеріалами, технікою, робочою силою.*
- 6.4. Регулювання відносин між замовником і підрядником: *згідно з договором підряду (додається). Розрахунки обумовлені договором і здійснюються шляхом авансування до 95 % вартості. Остаточний розрахунок здійснюватиметься після повного завершення робіт і введення об’єкта в дію.*
- 6.5. Терміни будівництва та введення в дію: *початок — березень 1999 р., уведення в дію — грудень 2000 р.*

## **7. Охорона навколишнього середовища**

- 7.1. Природоохоронні проблеми: *1) очищення відпрацьованої води; 2) очищення відпрацьованих продуктів газових печей; 3) уловлювання пилу і відходів під час обробки матеріалів; 4) індивідуальний захист працівників.*
- 7.2. Шляхи розв’язання зазначених проблем: *1) застосовуватиметься замкнута технологія водопостачання; 2) газові печі будуть обладнані спеціальними каталізаторами; 3) технологічний процес передбачає автоматизоване управління виробничим устаткуванням; на машинах і виробничому устаткуванні буде встановлено спеціальні пиловловлювачі, витяжки; 4) устаткування буде обладнане очисними пристосуваннями, працівники — відповідними засобами індивідуального захисту.*

## **8. Оцінювання ризиків та форми їх страхування**

- 8.1. Основні види ризиків: *1) ризик на стадії будівництва; 2) ризик на стадії експлуатації; 3) ризик невисокої ліквідності.*
- 8.2. Оцінювання ризиків і форми їх страхування в період будівництва: *1) ризик неправильного вибору підрядника оцінювався за*

допомогою спеціальних розрахунків, для вибраного БМУ “Промбуд” він є найменшим; 2) ризик непоставки устаткування страхується відповідними санкціями, що передбачаються в договорах із постачальниками; 3) ризик нестачі фінансових ресурсів мінімізується можливістю одержання кредитів у банку.

- 8.3. Оцінювання ризиків і форми їх страхування в період експлуатації: 1) ризик невиходу на експлуатаційну потужність у встановлені строки обмежений простою технологією виробництва; 2) ризик збуту продукції мінімізується високими потребами на продукцію в західному регіоні, збільшенням увізного мита, ставок акцизного збору, ПДВ на аналогічну імпортовану продукцію.
- 8.4. Можливості “виходу” з програми на окремих стадіях реалізації інвестиційного проекту: 1) на стадії будівництва — середня можливість “виходу”, що зумовлюється використанням типових проектів на будівлі та споруди; 2) після завершення будівництва до монтажу устаткування — висока ліквідність через можливість пристосування будівель і споруд та переорієнтації їх на випуск інших видів продукції; 3) після монтажу устаткування — ліквідність низька: специфічне устаткування зумовлює неможливість переорієнтації на інше виробництво.

## **9. Фінансовий план**

- 9.1. Графік потоку інвестицій (із щорічною розбивкою): подано в табл. 30 у розрахунку на три роки експлуатації.
- 9.2. План доходів і витрат під час експлуатації (із щорічною розбивкою): подано в табл. 31 із щорічною та щоквартальною розбивкою.
- 9.3. Поріг безбитковості інвестиційного проекту: згідно з розрахунками поріг безбитковості визначено за умови реалізації щонайменше 2000 тис. кв. м облицювальних матеріалів. Графічне зображення порога безбитковості ілюструє рис. 43, розрахунки подано в табл. 31.
- 9.4. Забезпечення ефективності інвестиційного проекту та строки його окупності: середній рівень дохідності — 0,33; період окупності — приблизно 3 роки. Показники ефективності інвестицій за роками експлуатації наведено в табл. 32.

## 10. Стратегія фінансування інвестиційного проекту

10.1. Загальна потреба у фінансових ресурсах: 800 тис. грн.

10.2. Джерела фінансування інвестицій (із щорічною розбивкою): подано в табл. 33; серед них частка власних коштів інвестора — 67,1 %, позичених — 32,5, інших — 0,4 %.

10.3. Форми фінансування інвестицій: інвестування здійснюватиметься переважно у грошовій формі, а австрійська фірма “Kreis” пропонує благодійну допомогу у формі безкоштовно наданого устаткування очисних споруд (є договір про наміри).

Таблиця 28

### Характеристика попиту й пропозиції облицювальних матеріалів з каменю, мармуру та граніту

тис. кв. м

Область	1999 р.			2000 р.			2001 р. (прогноз)		
	Загальний обсяг попиту	У тому числі задовольняється		Загальний обсяг попиту	У тому числі задовольняється		Загальний обсяг попиту	У тому числі задовольняється	
		за рахунок вітчизняних виробів	за рахунок імпортованих виробів		за рахунок вітчизняних виробів	за рахунок імпортованих виробів		за рахунок вітчизняних виробів	за рахунок імпортованих виробів
Львівська	9620	2110	1830	11240	2020	4930	14000	2500	7500
Тернопільська	2410	620	540	3210	740	1840	4000	1000	2000
Івано-Франківська	1940	540	260	2260	370	1260	1260	500	1500
Разом по регіону	13970	3270	2630	16710	3130	8030	19260	4000	11000

Таблиця 29

### Прогнозовані річні обсяги випуску продукції та продажу

тис. кв. м

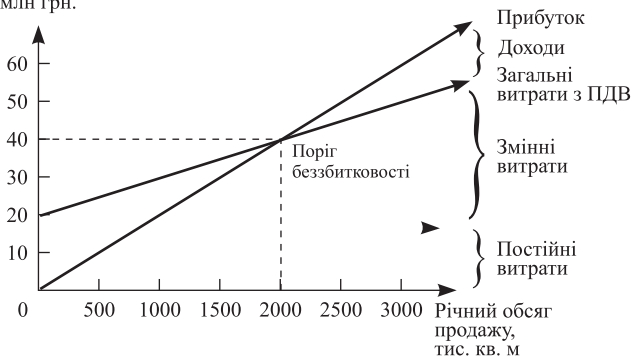
Показник	2001 р.	2002 р.	2003 р.
Річний обсяг випуску продукції	9000	12000	18000
Річний обсяг продажу за регіонами:			
західний регіон України	9000	10000	14000
інші області України	—	2000	3000
експорт	—	—	1000

**Графік потоку інвестицій на будівництво заводу  
облицювальних матеріалів**

тис. грн.

Показник	1999 р.				2000 р.				2001 р. разом
	щомісячно			Разом	щоквартально			Разом	
	бере- зень	кві- тень	і т. д.		I	II	і т. д.		
Обсяг інвестицій на будівництво	450	1550	...	17000	3500	6000	...	21700	26800
Прямі капітальні вкладення	200	1300	...	14500	2400	4900	...	17300	24700
Накладні витрати підрядника	150	150	...	1500	600	600	...	2400	100
Накладні витрати замовника	100	100	...	1000	500	500	...	2000	2000
Обсяг інвестицій в оборотні кошти									10500
Резервний (страховий) фонд для реалізації інвестиційного проекту	70	70	...	700	500	600	...	2300	1000
Загальний обсяг інвестицій	520	1620	...	17700	4000	6600	...	24000	38300

Квартальні доходи й витрати, включаючи ПДВ, млн грн.



**Рис. 43. Визначення порога беззбитковості у процесі експлуатації заводу облицювальних матеріалів**

## План доходів і витрат заводу облицовальних матеріалів

Показник	2001 р.				2002 р.				2003 р. разом
	щоквартально			Разом	щоквартально			Разом	
	I	II	і т. д.		I	II	і т. д.		
1. Обсяг реалізації, тис. кв. м	1500	2000	...	9000	2500	3000	...	12000	18000
2. Середня ціна за одиницю, грн.	20	20	...	20	20	20	...	20	20
3. Виручка від реалізації, тис. грн.	30000	40000	...	180000	50000	60000	...	240000	360000
3.1. У тому числі ПДВ, тис. грн.	5000	6700	...	30000	8300	10000	...	40000	60000
4. Затрати на виробництво реалізованої продукції, тис. грн.	27000	33300	...	130000	36700	42000	...	163000	240000
4.1. Матеріальні витрати	8300	13300	...	45000	14200	21000	...	60000	100000
4.2. Витрати на оплату праці	6000	6800	...	30000	8400	12000	...	38000	58000
4.3. Відрахування на соціальні заходи	3000	3400	...	15000	42000	6000	...	19000	29000
4.4. Амортизація основних засобів	1500	1500	...	6000	1500	1500	...	6000	6000
4.5. Інші витрати	8200	8300	...	34000	34000	8500	...	40000	47000
5. Прибуток від реалізації (р. 3 – – р. 3.1 – р. 4)	-2000	0	...	20000	5000	8000	...	37000	60000
6. Обов'язкові відрахування та платежі в бюджет	—	—	...	6000	1500	2400	...	11000	18000
7. Чистий прибуток (р. 4 – р. 6)	—	—	...	14000	3500	5600	...	26000	42000

Таблиця 32

**Показники ефективності інвестицій  
на будівництво заводу облицовальних матеріалів**

Показник	Тривалість експлуатації			Разом
	2001 р.	2002 р.	2003 р.	
Сума грошового потоку, тис. грн.	20000	32000	48000	100000
У тому числі:				
Чистий прибуток	14000	26000	42000	82000
Амортизація основних засобів	6000	6000	6000	18000
Дисконтний множник при ставці 10 % річних	0,909	0,827	0,751	—
Чистий приведений дохід (р. 1 · р. 2)	18180	25802	36048	80030
Обсяг інвестицій, тис. грн.	×	×	×	80000
Індекс дохідності	0,23	0,32	0,45	0,33
Період окупності, років	4,4	3,1	2,2	3,0

Таблиця 33

**Джерела фінансування інвестиційного проекту**

тис. грн.

Показник	1999 р.				2000 р.				2001 р. разом
	щомісячно			Разом	щоквартально			Разом	
	бере- зень	кві- тень	і т. д.		I	II	і т. д.		
Власні інвестиційні ресурси	520	1620	...	17700	2000	600	...	18000	18000
Залучені інвестиційні ресурси					2000	6000	...	6000	20000
Інші інвестиції (благодійна допомога фірми “Kreis”)									300
Разом	520	1620	...	17700	4000	6600	...	24000	38300

## **КОМЕНТАР**

Особливість цього проекту полягає в тому, що він вже має інвестора, дані про якого викладені в першому розділі бізнес-плану.

В окремому підрозділі розглянуто умови транспортування: доставки сировини й матеріалів, відвантаження готової продукції. Важливо врахувати особливості випуску продукції та її якісні показники.

Випуск облицювальних матеріалів пов'язаний з багатьма природоохоронними проблемами (пил, шум, великі обсяги відходів, очищення відпрацьованих продуктів газових печей, води та ін.). У цьому зв'язку зазначені проблеми розглядаються в окремому розділі бізнес-плану.

У сьомому розділі бізнес-плану наведено детальне оцінювання можливих ризиків і шляхів їх страхування. Передбачено також можливості “виходу” з програми реалізації інвестиційного проекту, тобто переорієнтації підприємства на випуск інших видів продукції на різних етапах здійснення інвестиційного проекту.

В окремих розділах розглядаються фінансовий план і стратегія фінансування інвестиційного проекту. В окремих випадках ці показники зводять в один розділ.

До бізнес-плану додаються таблиці та розрахунки, які містять інформацію, пов'язану з вивченням ринку, прогнозуванням випуску продукції, а також розміри грошових потоків, доходів і витрат як на етапі здійснення капітальних вкладень, так і на стадії експлуатації об'єкта. Розраховуються показники ефективності інвестицій, графічно визначається поріг безбитковості.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Послідовність та етапи розробки бізнес-плану.
2. Які методи визначення ефективності бізнес-плану?
3. Яка послідовність аналізу ринку?
4. Методи розрахунку ресурсів.
5. Послідовність реалізації інвестиційного проекту.
6. Ризики та форми їх страхування.
7. Стратегія фінансування інвестиційного проекту.
8. У чому полягає сутність графіка безбитковості?
9. Методи визначення внутрішньої норми дохідності інвестиційного проекту.

## **Розділ 16**

# **ВНУТРІШНІ ІНВЕСТИЦІЇ**

---

---

- Основні причини зменшення обсягів внутрішніх інвестицій.
  - Основні напрями активізації внутрішнього інвестиційного ринку України.
  - Промислово-фінансові групи як організаційна форма управління внутрішніми інвестиціями.
  - Особливості діяльності промислово-фінансових груп в Україні.
- 
- 

### **16.1. ОСНОВНІ ПРИЧИНИ ЗМЕНШЕННЯ ОБСЯГІВ ВНУТРІШНІХ ІНВЕСТИЦІЙ**

Загальновідомо, що основою розвитку держави є обсяги внутрішніх інвестицій її громадян. В Україні ці обсяги малі, а починаючи з 1991 р. вони стали зовсім незначними. Головні причини цього такі.

1. Після інфляції 1993–1994 рр. підприємства втратили обігові та амортизаційні кошти, а громадяни — власні заощадження.
2. Податкова система в Україні збирає з юридичних та фізичних осіб величезні податки на утримання державного апарату, численних служб: Служби безпеки, Міністерства внутрішніх справ, податкової адміністрації, міліції, митної служби та ін. За даними Міжнародного центру перспективних досліджень, їх налічується близько 100. Наприклад, у 1996 р. ці кошти становили 26,06 % ВВП України.
3. Корумповане чиновництво розкрадає державні кошти, фінансує сумнівні проєкти.
4. В Україні не функціонує система страхування інвестицій.



5. В Україні зберігається державна власність на землю (дозвіл тільки на оренду зі строком до 50 років) [36]. Жодний інвестор не наважиться вкладати свої кошти в будь-який проект, якщо він не буде впевнений, що власник земельної ділянки не поставить йому кабальні умови щодо користування землею.
6. Комерційні банки майже не надають довгострокових кредитів, які потрібні інвесторам. Поширена практика надання короткострокових кредитів під великі проценти (80 % і більше).
7. В Україні податкова адміністрація має право закривати розрахункові рахунки юридичних осіб з будь-якого приводу, що призводить до припинення господарської діяльності суб'єкта підприємництва. Чотири органи мають право безакцептно списувати з рахунків підприємств кошти — Державна податкова адміністрація України, Держказначейство, Пенсійний фонд і соцстрах, що фактично призводить до втрати суб'єктом підприємницької діяльності контролю над власними ресурсами.
8. Для одержання дозволу на будівництво інвестор зобов'язаний подавати необхідні документи в десятки організацій, тому цей процес може розтягтися на 1,5 року.
9. Податкова адміністрація України регулярно вилучає у суб'єктів підприємництва частину амортизаційних відрахувань у бюджет на цілі, несумісні з інвестуванням. Таким чином, узаконено конфіскацію обігових коштів підприємств. Протягом останніх років в Україні внаслідок дискримінаційного оподаткування фактично заблоковано випуск корпоративних облігацій, розміщення інвестиційних сертифікатів, а також механізм здійснення інвестицій у підприємства.
10. Привабливість цінних паперів на ринку дуже низька через очікуване падіння курсу гривні. Це стосується насамперед облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) та конверсійних дисконтних облігацій (КДО).

## **16.2. ОСНОВНІ НАПРЯМИ АКТИВІЗАЦІЇ ВНУТРІШНЬОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

З метою активізації внутрішнього інвестиційного ринку України необхідно:

- довести кількість малих і середніх підприємств до 2500 тис. Для цього потрібно спростити порядок реєстрації нових підприємств на підставі єдиного документа — заяви; встановити єдиний тариф за реєстрацію — один неоподатковуваний мінімум заробітної плати; встановити строк реєстрації — одна година;
- скоротити в кілька (4–5) разів кількість видів діяльності, які потребують ліцензування;
- здійснити податкову реформу, знизити вдвічі рівень оподаткування, включаючи зменшення нарахувань на заробітну плату до 7%;
- відрахування в Пенсійний фонд із заробітної плати встановити на рівні 25 % з одночасним відкриттям пенсійних рахунків кожному працюючому;
- скасувати всі відрахування в усі позабюджетні фонди, крім Пенсійного фонду та Фонду зайнятості;
- увести граничні обмеження пенсій для всіх категорій громадян України;
- заборонити позасудовий арешт рахунків підприємств;
- зняти обмеження на готівкові платежі;
- упорядкувати й радикально спростити погодження проектів будівництва;
- ліквідувати картотеки, надати підприємствам право самостійно керувати власними фінансовими ресурсами;
- увести реєстр власності;
- розробити та впровадити відкритий, зрозумілий для всіх механізм витрачання бюджетних коштів;
- внести в чинне законодавство зміни щодо захисту прав інвесторів;
- для розвитку ринку цінних паперів розробити законодавчі та організаційні заходи щодо сприяння становленню ринків капіталів;
- розробити систему гарантування та страхування інвестиційних ризиків на базі досвіду MIGA — Багатостороннього агентства гарантування інвестицій.

### **16.3. ПРОМИСЛОВО-ФІНАНСОВІ ГРУПИ ЯК ОРГАНІЗАЦІЙНА ФОРМА УПРАВЛІННЯ ВНУТРІШНІМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ**

Останнім часом регіональна влада та директорський корпус займають вичікувальну позицію щодо інвестицій без адекватних пропозицій та створення нових організаційних форм управління інвестиціями.

Найпоширенішими формами організаційних формувань об'єднання капіталу в Україні можуть бути *фінансово-виробничі групи*, тобто об'єднання юридично самостійних компаній, сформовані за допомогою фінансових методів (насамперед участі в акціонерному капіталі). Створення об'єднання підприємств є одним з найважливіших напрямів реструктуризації підприємств усіх форм власності. Таке об'єднання повинно в межах чинного законодавства забезпечувати захист вітчизняних товаровиробників та прибутковість їх діяльності.

Основними *рідновидами фінансово-виробничих груп* є концерни, корпорації, фінансові групи (в яких холдингові функції виконують банки), фінансові угруповання (не так чітко оформлені в організаційному відношенні об'єднання), холдингові об'єднання, групи промислово-фінансові (в Україні) та фінансово-промислові (у Росії). Часто компанія, маючи формальний статус корпорації, холдингу, консорціуму або концерну, діє за принципом промислово-фінансової диверсифікації і, по суті, виконує функції промислово-фінансової групи (ПФГ).

Прикладом виробничого виду промислово-фінансової диверсифікації в Україні є холдингова компанія “Київмськбуд”, куда входять підрядні організації, підприємства будіндустрії, проектні організації, банк “Аркада”. Такі принципи запроваджуються також в інвестиційно-будівельній компанії концерн “Укрмонолітспецбуд” та інших підприємствах.

У Законі України “Про промислово-фінансові групи в Україні” зазначено, що ПФГ є об'єднанням, до якого можуть входити промислові та сільськогосподарські підприємства, банки, наукові та проектні установи, інші установи та організації всіх форм власності, що мають на меті отримати прибуток, і яке створюється за рішенням уряду України на певний строк з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва та структурної перебудови економіки України, у тому числі програм згідно з міждержавними договорами, а також виробництва кінцевої продукції.

## **16.4. ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ПРОМИСЛОВО-ФІНАНСОВИХ ГРУП В УКРАЇНІ**

Наведемо основні особливості діяльності ПФГ в Україні:

- головним підприємством ПФГ є те, що виготовляє кінцеву продукцію, здійснює її збут, платить податки в Україні та офіційно представляє інтереси ПФГ в Україні та за її межами;
- учасником ПФГ може бути підприємство, банк, наукова чи проектна установа або іноземна юридична особа, що виробляє проміжну продукцію або надає банківські послуги учасникам та головному підприємству ПФГ і передбачає отримання прибутку;
- на банки-учасники ПФГ не поширюються обмеження щодо вкладення комерційних банків у статутні фонди інших підприємств та організацій у частині інвестування коштів у розробку, розвиток та модернізацію виробництва; придбані банками корпоративні права власності та інші майнові права зберігаються за ними після реорганізації та ліквідації;
- річний обсяг реалізації кінцевої продукції ПФГ має бути не меншим за еквівалент 100 млн дол. США починаючи з другого року після створення ПФГ. Цей строк може бути продовжений у разі виробництва новоосвоєваних видів кінцевої продукції та продукції з тривалим циклом виробництва.

Наведені особливості стимулюють створення ПФГ у чорній металургії, вугільній, енергетичній та хімічній галузях.

Згідно з чинним законодавством України ПФГ мають специфічні ознаки порівняно з іншими видами фінансово-виробничих об'єднань (табл. 34).

Можливості, які дає об'єднання підприємств України у промислово-фінансові групи, показано на рис. 44.

Функціонування ПФГ в Україні виявляє комплекс проблем корпоративного управління, а саме:

- вибір типу промислово-фінансового об'єднання;
- вирішення конфлікту інтересів учасників;
- вибір схем управління реальними власниками;
- позбавлення синдрому “маленької людини”.

Особливим мотивом інтеграції підприємств у єдину корпоративну структуру є намагання скористатися потенційними плодами інтеграції без жорсткої централізації контролю над ресурсами. Проте більшість

## Характеристика об'єднань підприємств і організацій

Показник	Об'єднання підприємств і організацій			
	ПФГ	Холдингова група (компанія)	Концерн	Корпорація
Ознаки об'єднання:				
наявність юридичної особи	-	+	+	+
наявність установчого договору (угоди)	+	+	+	+
наявність статуту	-	+	+	+
наявність головного (базового) підприємства	+	+	-	-
наявність виокремленого апарату управління	-/+	-	+	+
характер об'єднання	Договірне Кабінет Міністрів України за згодою Верховної Ради України		Статутно-договірне Місцеві органи	
державна реєстрація об'єднання				
Засновники об'єднання:				
підприємства, організації	+	+	+	+
банки, інвестиційні фонди, фінансові установи	+	-	-	-
наукові та проєктні установи	+	+	+	+
Умови створення та пільги:				
мінімальна кількість об'єктів для об'єднання	2	2	2	2
квота за обсягом продажів звільнення від сплати ввізного та вивізного мита	Згідно з антимонопольними обмеженнями			
на проміжну продукцію	+	-	-	-
звільнення комерційного банку від обмеження внесків до статутного фонду	+	-	-	-

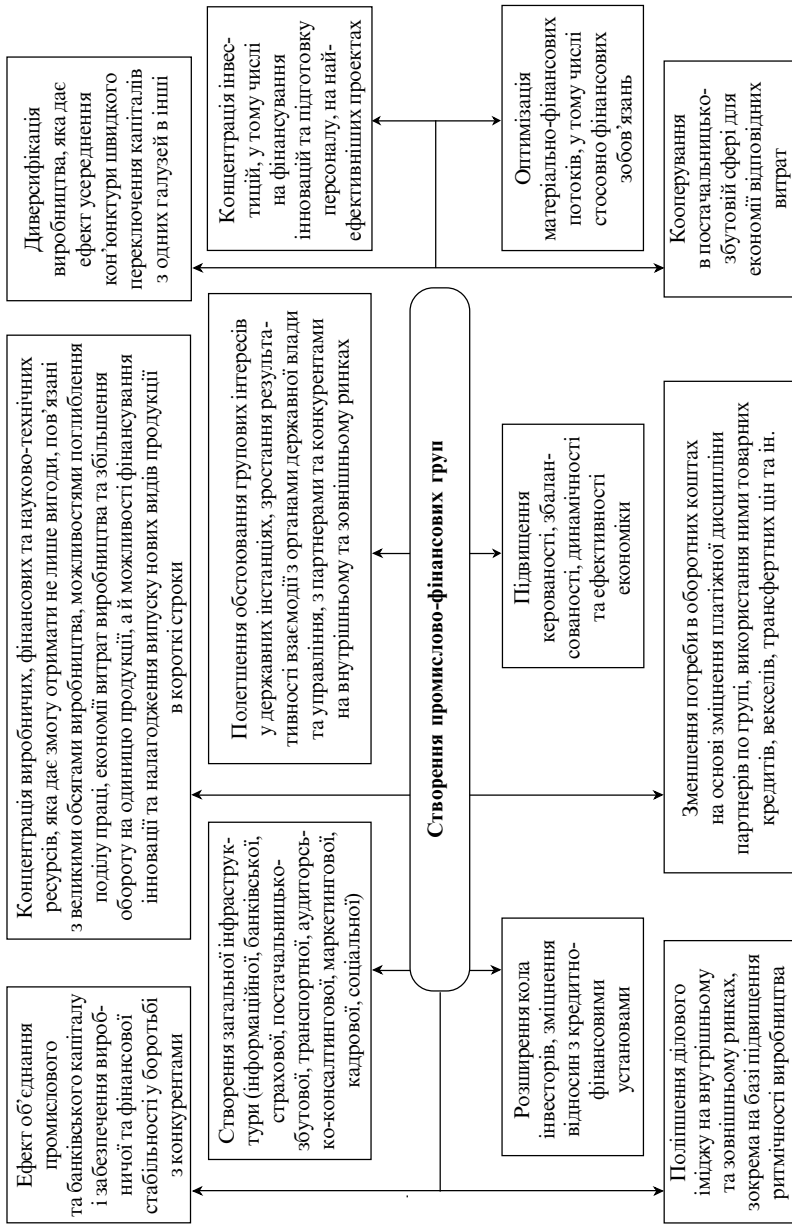


Рис. 44. Об'єднання підприємств у ПФГ

директорів підприємств намагаються уникнути концентрації акцій у руках великих зовнішніх інвесторів (у тому числі банків) під час розміщення акцій. Під впливом економічних умов ставлення до великих зовнішніх акціонерів еволюціонує в напрямку пошуку партнерів для взаємовигідного співробітництва.

Внутрішньогрупові відносини є “найвужчим місцем” ПФГ, що може спричинитись до негативних явищ, зокрема:

- неповної реалізації інтеграційного ефекту;
- збільшення “дистанції” між груповими проектами та їх практичною реалізацією;
- появи проблеми головного підприємства ПФГ щодо реальних важелів впливу на підприємства — члени групи;
- відсутності стратегії спільної діяльності;
- дефіциту надійної та оперативної інформації про роботу підприємств.

Виявляється нова роль центральних компаній ПФГ як консультативних служб або “клубів директорів” з їх подальшою трансформацією у штаби стратегічного планування та координування фінансових потоків. Орієнтиром є перетворення компанії на основне товариство стосовно інших учасників групи, одним з основних напрямків дій якої має стати акумулювання капіталу для подальшого інвестування.

Можливі такі способи формування ПФГ у добровільному порядку або через консолідацію пакетів акцій:

- 1) заснування учасниками групи акціонерного товариства відкритого типу (рис. 45);
- 2) передання цими учасниками (підприємствами та фінансово-кредитними установами) пакетів акцій, які перебувають в їх власності, у довірче управління одному з учасників групи (рис. 46);
- 3) придбання одним з учасників групи пакетів акцій інших підприємств, а також установ та організацій, які стають учасниками групи (рис. 47).

Найпопулярнішим у Росії та країнах СНД (таких як Білорусь, Казахстан) є перший спосіб, найменш популярним — останній через високу затратність.

Існують варіанти одночасного використання кількох механізмів консолідації капіталу:

- спільно відкриваються акціонерні компанії (центральна компанія групи, торговий дім та ін.);
- частина активів учасників групи передається в довірче управління центральній компанії;

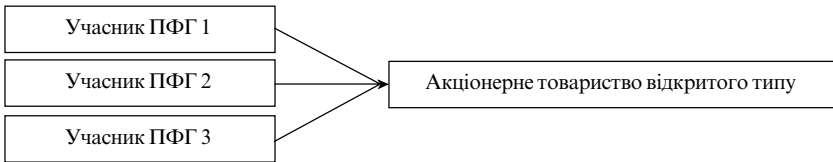


Рис. 45. Заснування акціонерного товариства відкритого типу

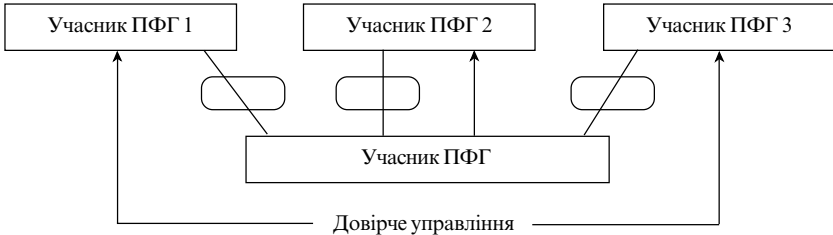


Рис. 46. Схема передавання пакетів акцій у довірче управління

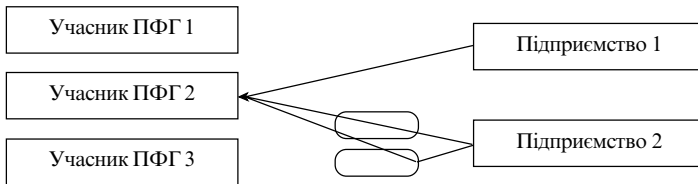


Рис. 47. Схема придбання одним учасником групи пакетів акцій інших підприємств

- формуються спеціалізовані централізовані фонди групи;
- концентрація ресурсів підвищується за допомогою кредитів;
- одні члени групи беруть участь у капіталі інших.

Узагальнений склад промислово-фінансової групи подано на рис. 48.

Для модернізації виробничого процесу, принципового оновлення його технологічної бази потрібні великі інвестиції. Нині в умовах відносно високої концентрації виробничих потужностей на окремих підприємствах концентрація капіталу у вітчизняній економіці ще не досягла рівня, який дав би змогу фінансувати масштабні інвестиційні проекти, у тому числі програми НДДКР. Тим часом, за експертними оцінками, здатність ефективно конкурувати на світовому ринку мають лише компанії (чи їх гру-



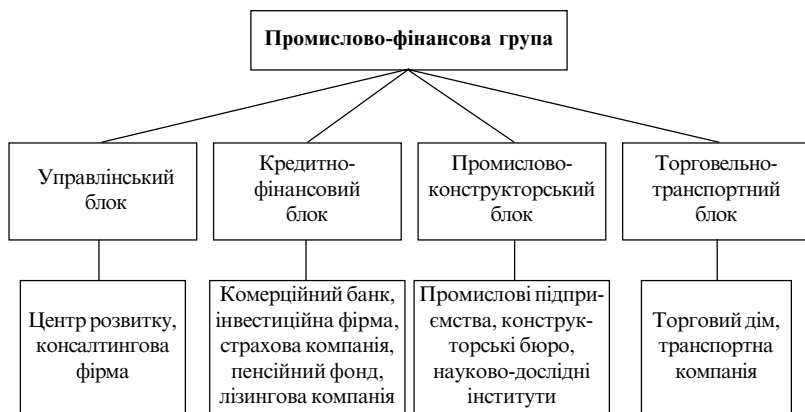


Рис. 48. Склад ПФГ

пи) з оборотом кілька десятків мільярдів доларів. Тому за можливостями концентрації капіталу найбільші українські компанії значно поступаються провідним зарубіжним диверсифікованим ПФГ.

Важливим джерелом ресурсного забезпечення інвестицій є інтенсифікація використання наявного економічного потенціалу. Основними факторами підвищення віддачі від наявних виробничих фондів є такі:

- економія на витратах за рахунок кооперації в постачальницько-збутовій та маркетинговій діяльності, зниження потреби в оборотних коштах;
- підвищення конкурентоспроможності у зв'язку зі зміцненням партнерських відносин між технологічно пов'язаними підприємствами.

При цьому істотним є поліпшення ритмічності виробництва як фактора, який розширює можливості збуту продукції на внутрішньому та зовнішньому ринках.

Орієнтація на використання додаткових виробничих потужностей та економія матеріальних і фінансових ресурсів, що виникають внаслідок внутрішньогрупової кооперації, відіграє особливу роль у функціонуванні власного фінансового механізму ПФГ. Ця роль пов'язана з реалізацією таких дій:

- виявлення ефекту кооперації;
- консолідації цього ефекту з урахуванням інтересів учасників ПФГ та його використання для фінансування інвестиційної активності групи;

- розподілу віддачі від цих інвестицій;
- послаблення податкового тиску на отримані додаткові ресурси.

Для економії оборотних коштів і маневрування податковим навантаженням великі можливості дає застосування трансфертних цін.

Результати зусиль ПФГ щодо концентрації капіталу для розв'язання проблем стабілізації виробництва та його технологічного оновлення здебільшого залежать від того, якою мірою вдасться залучити до цього ресурси найсамостійніших з фінансового погляду галузей вітчизняної економіки.

Промислово-фінансові групи, концерни, холдинги, конгломерати та консорціуми, а також інші структури асоціативного типу, які базуються на внутрішніх договірних відносинах, є своєрідним каркасом економіки провідних індустріальних країн і світового господарства в цілому. Створення ПФГ в Україні сприятиме виявленню економічних пріоритетів, зміцненню господарських зв'язків, підвищенню міцності промисловості та розвитку фінансової сфери, підвищенню конкурентоспроможності українських підприємств і виходу їх на світовий ринок, розвитку підприємств стратегічної орієнтації шляхом їх інвестування та реструктуризації.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Причини зменшення обсягу внутрішніх інвестицій в Україні.
2. Методи та напрями активізації внутрішнього інвестиційного ринку України.
3. Основні види промислово-фінансових груп.
4. Проблеми корпоративного управління промислово-фінансовими групами в Україні.

## **ІНОЗЕМНІ ІНВЕСТИЦІЇ В УКРАЇНІ**

---

---

- Переваги та недоліки залучення іноземних інвестицій.
  - Характеристика та обсяги іноземних інвестицій в Україні в 90-х роках.
  - Інвестиційна політика в економічно розвинених країнах.
  - Інвестування у слаборозвинених країнах.
  - Методи залучення іноземного капіталу.
  - Стратегія залучення іноземних інвестицій.
  - Системи стимулювання іноземних інвесторів.
  - Система державного регулювання інвестиційних процесів.
  - Основні напрями іноземного інвестування.
- 
- 

### **17.1. ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ**

В умовах структурної перебудови економіки України гострою проблемою є потреба у великих іноземних інвестиціях. У більшості країн (США, Німеччині, Франції, Великобританії) катализатором інвестиційної активності став саме іноземний капітал, який відіграв активну роль у розвитку та структурній перебудові економіки. Останніми роками ця тенденція особливо характерна для економіки індустріальних країн Південно-Східної Азії. Обсяг прямих інвестицій у ці відносно невеликі країни в кінці 80-х років перевищував 20 млрд дол. США. В обсязі промислового виробництва Бразилії питома вага спільних та іноземних підприємств у машинобудуванні, металургії, хімії, нафтохімії перевищує 30 %. Україні слід використати досвід цих країн (особливо індустріально

розвинених країн Азії) для залучення на взаємовигідних умовах прямих іноземних інвестицій з метою вирішення завдань структурної трансформації, розвитку імпортозамінних виробництв і послідовного нарощування експортного потенціалу.

## **17.2. ХАРАКТЕРИСТИКА ТА ОБСЯГИ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ В 90-Х РОКАХ**

Аналіз соціально-економічних досягнень окремих зарубіжних країн дав змогу обґрунтувати переваги та недоліки залучення і функціонування іноземного капіталу (рис. 49).

За розрахунками, загальний обсяг необхідних іноземних інвестицій в економіку України має перевищувати 40 млрд дол. США, у тому числі для металургії — 7, машинобудування — 5,1, транспорту — 3,7, хімії та нафтохімії — 3,3. Сьогодні інвестовано в 30 разів меншу суму. Україна має потенційні можливості для ефективного освоєння інвестицій на суму 2–2,5 млрд дол. США [56]. Залучення таких коштів уможливить реконструювання пріоритетних галузей промисловості за 5 років. Але щорічні обсяги іноземних інвестицій у 3–7 разів менші. При цьому слід урахувувати, що залучення іноземних інвестицій також потребує певних витрат. За розрахунками, за залучення 1 млн дол. США необхідно сплачувати близько 30 тис. дол. США.

Згідно з оцінкою спеціалістів Європейського Центру досліджень, підприємницький ризик інвестицій в Україну становить 80 %. Саме він зумовлює незначний потік прямих інвестицій. За нашими розрахунками, у світовому потоці прямих інвестицій на економіку України припадає близько 1%, або в середньому приблизно 5 дол. США на душу населення.

Несприятливий інвестиційний клімат у 1992–1995 рр. зумовив зниження активності іноземних інвесторів. У 1992 р. обсяг зареєстрованих іноземних інвестицій становив 3,8 % обсягу ВВП, у 1993 р. — 4,0, у 1994 р. — 2,3 %. У 1995 р. обсяг зареєстрованих іноземних інвестицій збільшився порівняно з 1994 р. у 1,4 рази.

У 1995 р. пріоритетними для іноземних інвесторів були такі галузі: внутрішня торгівля — 22,4 % загального обсягу інвестицій, харчова промисловість — 14,5, машинобудування та металообробка — 12,8, чорна та кольорова металургія — 5,0, зовнішня торгівля — 4,4, транспорт



Рис. 49. Переваги та недоліки залучення іноземного капіталу в економіку України

і зв'язок — 4,1, легка промисловість — 4,0, хімічна промисловість — 3,9, промисловість будівельних матеріалів і будівництво — 3,7 %. Основною формою залучення інвестицій були вклади у формі рухомого та нерухомого майна (60,5 %), а також грошові вклади (18,8 %, з них у формі цінних паперів — 12,9, купівлі акцій — 1,8 %). Дуже незначну частку внесків (0,4%) було реалізовано у формі нематеріальних активів та реінвестування доходів, як-от: придбання юридичних прав, ноу-хау. За структурою загальні обсяги прямих іноземних інвестицій в Україну в 1995 р. становили: з країн колишнього СРСР — 8 %, з інших країн — 92 %.

Зазначимо, що з огляду на економічну кризу вкрай незначні обсяги прямих інвестицій з галузей України в економіку інших країн. Наприклад, станом на 1 січня 1995 р. вони дорівнювали 20,3 млн дол. США, що становить 4,8 % обсягу іноземних інвестицій в економіку України, а на 1 січня 1996 р. — 29,5 млн дол. США, або відповідно 3,9 %.

Крім того, залучаючи іноземний капітал, треба враховувати, що у світі змінились інвестиційні параметри. У 70-х роках спостерігалася тенденція перевищення припливу капіталу з індустріально розвинених країн до країн, що розвиваються. У 80-х роках характерною виявилась зворотна тенденція, що зумовлено насамперед падінням рівня заощаджень юридичних і фізичних осіб у розвинених країнах. За цей період у США обсяг заощаджень зменшився майже втричі, у Великобританії — удвічі, у Німеччині — у 1,8 рази, в Японії — на 25 %. Зниження частки заощаджень у валовому національному продукті розвинених країн призвело до негативного сальдо між обсягом заощаджень та інвестиціями, до падіння в цілому обсягу інвестицій порівняно зі світовим національним продуктом, до збільшення реальних відсоткових ставок банківського кредиту. Існує зв'язок між величиною заощаджень, кредитними відсотковими ставками й темпами соціально-економічного розвитку країн, що розвиваються. Згідно з оцінками Світового банку, збільшення реальних процентних ставок на 1 % уповільнює темпи соціально-економічного зростання країн, що розвиваються, на 0,2 %.

Сфери використання іноземних інвестицій в Україні та країни-донори наведено у табл. 35 і 36. У 1995 р. в Україні зареєстровано 2828 іноземних інвестицій на суму 1068,7 млн дол. США, а в 1994 р. — 3042 інвестиції на суму 744 млн дол. США. За даними Комісії ООН з транснаціональних корпорацій, найбільша частка прямих інвестицій у сфері послуг припадає на фінансову діяльність, страхування та торгівлю.

Україна може вийти з кризового стану насамперед за рахунок власних сил і коштів. Проте інтенсивний перехід до конкурентоспроможної

Таблиця 35

**Сфери використання прямих іноземних інвестицій  
в Україні за 1992–1997 рр.**

Сфера	Обсяг інвестицій	
	млн дол. США	%
Всього	750,1	100,0
Внутрішня та зовнішня торгівля	232,0	31,0
Машинобудування та металообробка	112,5	14,9
Харчова промисловість	106,7	14,5
Чорна та кольорова металургія	37,8	5,0
Легка промисловість	29,8	4,0
Хімічна промисловість	29,0	3,9
Промисловість будівельних матеріалів	28,0	3,7
Інші	172,3	23,0

Таблиця 36

**Обсяг інвестицій зарубіжних країн в економіку України  
за 1992–1997 рр.**

Країна-донор	Обсяг інвестицій	
	млн дол. США	%
Всього	750,1	100,0
США	202,8	27,0
Німеччина	129,6	17,3
Великобританія	47,5	6,3
Кіпр	38,6	5,1
Швейцарія	35,2	4,7
Російська Федерація	37,8	5,0
Інші	258,6	34,6

моделі національної економіки спричинює потребу співробітництва зі світовою системою господарювання, в якій іноземні інвестиції є важливим економічним важелем.

Тому створення відкритої, орієнтованої на експорт моделі економіки значною мірою залежить від рівня активності іноземних інвесторів на території України, інтенсивності міжнародного руху капіталів та поділу праці. Згідно з розрахунками вітчизняних економістів, орієнтація тільки на внутрішні резерви може призвести до того, що період відродження української економіки триватиме понад 20 років. Потреба у кредитних ресурсах тільки для підтримки дотованих галузей більш як утричі перевищує кредитні можливості України.

Розраховуючи на фінансову допомогу збоку, слід всебічно проаналізувати ситуацію, що склалася на світовому фінансово-кредитному ринку. Обговорення цієї проблеми на міжнародній конференції, проведеній Міжнародним банком реконструкції та розвитку, показало, що вільні кредитні ресурси на світовому ринку капіталів практично відсутні. За даними японських експертів, усі кредитні ресурси з урахуванням коштів міжнародних економічних організацій оцінюються на суму приблизно 140 млрд дол. США. Водночас світова потреба в них (включаючи розвинені західні країни) становить близько 270 млрд дол., у тому числі потреба розвинених країн Заходу — 190 млрд дол., країн, що розвиваються, — 60 млрд дол. США.

Для того щоб створити ефективну систему залучення іноземних інвесторів в Україну, необхідно вивчити особливості функціонування найраціональніших систем у ряді країн. Досвід свідчить, що зовнішньоекономічні умови істотно впливають на процес реформування структури національної економіки.

### **17.3. ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА В ЕКОНОМІЧНО РОЗВИНЕНИХ КРАЇНАХ**

Модернізація та інтенсивний розвиток пріоритетних галузей виробництва у США зумовили потребу активізації міжгалузевого переливання капіталу, відносно збільшення промислового капіталу у грошовій формі. Але всередині 70-х і на початку 80-х років, коли спостерігався зазначений процес, цього не відбулося насамперед через відсутність необхідних



обсягів капіталу (як наслідок інфляції, великих обсягів вивезення капіталу, витрат на оборону). У таких умовах залучення іноземного капіталу у США сприяло подоланню подальших негативних факторів розвитку економіки. Порівняно із законодавством інших розвинених країн законодавство США щодо іноземних інвестицій вважається м'яким. На приплив іноземного капіталу у 80-ті роки істотно вплинули результати перебудови системи загальноекономічного регулювання: відсутність обмежень на розмір експорту-імпорту; уведення нової податково-амортизаційної політики; зменшення прямого втручання держави у проблеми приватного бізнесу та створення сприятливих умов для функціонування останнього тільки методами економічного регулювання системи господарювання.

Процес лібералізації американської економіки привернув увагу іноземних інвесторів високою ефективністю вкладання капіталу. Виняткову роль у залученні іноземних інвестицій у США відіграло підвищення ставок за позикою. Причиною припливу капіталу може бути також девальвація валюти. Так, унаслідок девальвації американського долара, західнонімецької марки, швейцарського франка та японської ієни іноземним компаніям стало вигідніше перенести виробництво у США.

З огляду на те що США залишилися великим експортером капіталу, уряд цієї країни вдався до певних обмежувальних заходів щодо його вивезення і створив систему заохочувальних важелів для використання капіталу переважно у вітчизняній економіці. У 90-х роках було схвалено закон, який надавав можливість банкам створювати міжнародні банківські відділення та здійснювати міжнародні операції з території США на тих самих умовах, що й їх філії за кордоном. Унаслідок цього США отримали додаткові джерела нагромадження капіталу. Високі рівні ставок за позикою разом з низькими показниками інфляції та сприятливими прогнозами підвищення цін зумовили значний приплив іноземних інвестицій в американську економіку. Скасування податків на дивіденди, що сплачуються іноземними власниками цінних паперів, сприяло розповсюдженню акцій серед іноземців. Згідно із законом про оподаткування у США гарантується відсутність будь-якої дискримінації, що зумовило створення більшістю іноземних інвесторів філій у цій країні.

Система заходів федерального уряду доповнюється спеціальними програмами із залучення іноземного капіталу урядами штатів. Ці програми передбачають різні системи пільгового кредитування та страхування іноземних інвестицій, надання земельних ділянок для будівництва промислових підприємств тощо. Для іноземних інвесторів відкрито доступ до результатів науково-дослідних розробок, що здійснюються місцевими

університетами; надається інформація про наявність і обсяги сировини, енергетичних і водних ресурсів, стан транспортних сполучень тощо. Умови надання пільг передбачають розміщення підприємств у певній місцевості, що пов'язано з потребою пропорційного розвитку галузей економіки в межах того чи іншого штату.

Великий інтерес становить англійська система залучення іноземних інвестицій. *Великобританія* є лідером у Європі з імпорту капіталу. Сьогодні у країні функціонують дочірні компанії майже всіх 100 найбільших американських корпорацій, філій провідних європейських транснаціональних корпорацій, а також японські заводи з виробництва електронних товарів.

Великобританія практично захопила значну частку інвестицій, що надходять у Європу як із Заходу, так і зі Сходу. Тут сконцентровано понад 40 % усіх американських активів у країнах ЄС. Не менше половини японських вкладень в Європі так само припадає на Великобританію. Цьому найбільше сприяли такі фактори: ефективна структурна перебудова і поліпшення внутрішньоекономічної ситуації у країні; бажання іноземних фірм зайняти нові ринки збуту для своїх товарів; зменшення транспортних витрат; висока норма прибутку за рахунок порівняно низьких витрат на робочу силу (за рівнем заробітної плати Великобританія посідає 15-те місце серед розвинених країн світу).

У 70-ті роки Великобританія переживала труднощі в економіці у зв'язку з дефіцитом сировини, інфляцією, валютними потрясіннями. Тому іноземні інвестори не виявляли значної активності щодо вкладання своїх капіталів в економіку Великобританії. Економічний курс консервативного уряду змінив ситуацію на краще. Суть цього курсу полягала в посиленні ринкових тенденцій в економіці, переході від кейнсіанської теорії управління економікою до монетаризму. У 1979 р. було скасовано валютні та інші обмеження на діяльність приватних фірм, і це значною мірою сприяло руху капіталу. Політика "відчинених дверей" надала іноземним банкам практично вільний доступ на внутрішній ринок капіталу, і тепер понад 500 іноземних банків мають у Лондоні свої відділення.

На інтенсивність процесу залучення іноземних інвестицій впливає також існуюча у Великобританії система оподаткування. Відчутним інвестиційним стимулом є відсутність податків на капіталовкладення в обладнання та НДДКР, а також їх зниження на 79 % на інвестиції в будівництво споруд.

У Великобританії існує система державної конкурсної допомоги для найважливіших інвестиційних проектів, вартість яких щонайменше

0,5 млн фунтів стерлінгів. Максимальний розмір допомоги може становити половину вартості проекту. Можна також отримувати субсидії за “списком інноваційної допомоги”, суть якої полягає в дотуванні НДДКР під час створення нових видів продукції та розробки технології виробництва у високотехнологічних галузях. Крім того, місцеві урядові органи можуть надати на сприятливих умовах кредити, які покривають до 90 % вартості будівництва, а також знижку на вартість земельних ділянок. До того ж вони частково відшкодовують витрати, пов’язані з необхідністю переміщення кадрів.

Створення “нових зон підприємництва”, “зон вільних портів”, “нових міст” також сприяло залученню іноземного капіталу. Для подібних зон характерні пільгові режими оподаткування та можливість безмитного експорту виробленої продукції.

Починаючи з 50-х років привабливою для іноземних інвесторів стала ФРН, яка досягла високого рівня прибутковості вкладеного капіталу. Цьому сприяли такі основні фактори: зручне розміщення країни в центрі Європи; місткий внутрішній ринок; низький курс марки; експортна орієнтованість господарства країни. Але з кінця 70-х років ФРН почала втрачати пріоритети. Це сталося з різних причин, але основною з них була суперечність податкової системи. Збільшення ринкового простору внаслідок об’єднання Німеччини відкрило нові можливості експансії як для німецького, так і для іноземного капіталу. Іноземні компанії мали змогу брати участь у приватизації майна колишньої НДР. У перші місяці після об’єднання країни на східні землі припадало 95 % власного капіталу ФРН. Цьому сприяли запроваджені пільги, спрямовані на стимулювання виробничих інвестицій, заохочення малих і середніх фірм, розвиток пріоритетних напрямів в економіці. З’явилася можливість створення неоподаткованого резервного фонду, звільнення від податків ряду промислових підприємств, надання так званих інвестиційних надбавок, особливих ставок амортизації основного капіталу.

Важливу роль у залученні іноземного капіталу в Німеччину відіграє стабільність грошової одиниці, яка виявляється не тільки в низькому рівні інфляції (менш як 6 %), а й у перетворенні німецької марки на тверду міжнародну валюту. Економічна й політична стабільність, тверда грошова одиниця сприяли тому, що багато іноземних інвесторів почали вкладати свій капітал у довгострокові цінні папери.

Залученню іноземних інвестицій в економіку Франції сприяли роздержавлення власності, зростання валового прибутку господарюючих фірм,

податкові та кредитні пільги, невисокий рівень процентної ставки за кредити тощо.

Одним із чинників припливу іноземного капіталу у Францію була монетаристська політика уряду в 90-х роках, у якій важливу роль відіграло вигідне для країни регулювання процентної ставки. Одним з пріоритетних завдань уряду стало підтримання стабільного курсу франка щодо американського долара та німецької марки шляхом жорсткого контролю над інфляцією. Уряд Франції здійснює жорстку політику регулювання іноземних інвестицій у країні стосовно держав, які не є членами ЄС. Франція має розвинений фінансовий ринок, що за потужністю й активністю поступається тільки подібній інституції США та Великобританії. У цій країні існує ефективна система заохочення як власних, так і іноземних інвестицій, спрямованих на розвиток пріоритетних і провідних галузей промисловості. Щоб стимулювати будівництво промислових об'єктів, Колегія економічного та регіонального розвитку Франції надає інвесторам субсидії, обсяг яких досягає 25 % вартості всіх капіталовкладень у землю та обладнання, які окуповуються в перші три роки будівництва. Останніми роками широко використовуються довгострокові пільгові кредити під низькі проценти. У країні також існує преференційний податковий режим для підприємств, що працюють у так званих зонах підприємництва Франції. Компанії, де налічується щонайменше 10 працівників і які зареєстровані та здійснюють свою діяльність в одній із таких зон, звільняються від податку на прибуток у перші 10 років свого існування. Але компанія, яка одержала податкові пільги, втрачає право на інші державні субсидії.

## **17.4. ІНВЕСТУВАННЯ У СЛАБОРОЗВИНЕНИХ КРАЇНАХ**

Успіхи *Китаю* у проведенні реформування економіки за останні роки пов'язані зі здійснюваною урядом цієї країни політикою залучення іноземних інвестицій. Унаслідок економічних реформ у країні створено порівняно ефективну систему оподаткування іноземних фізичних і юридичних осіб, що характеризується гнучкістю, наданням великих пільг і спрощенням процедури сплати податків. Ключовим елементом сучасної зовнішньоекономічної стратегії КНР є створення спеціальних економічних зон (СЕЗ) і відкритих приморських міст для іноземних інвесторів.

Згідно із встановленими державою правилами щодо зниження ставок податків на спільні та іноземні підприємства в СЕЗ крім пільг в оподаткуванні для підприємств з іноземним капіталом існують додаткові пільги: зменшення вдвічі податку на прибуток; зменшення ставок податку на дивіденди; звільнення від податку в разі трансферту прибутку за межі Китаю; безмитний імпорт основних та допоміжних матеріалів і навіть значної частки товарів широкого вжитку.

Успіхи КНР у залученні прямих іноземних підприємницьких капіталовкладень загалом пов'язані зі створенням на значній території країни сприятливого інвестиційного клімату, тобто комплексу матеріальних та інституціональних умов, які надають інвесторам можливість знижувати виробничі витрати до рівня нижчого за середній у світі. Складовими такого інвестиційного клімату є низька вартість робочої сили, надання права на порівняно дешеве користування землею, прийнятний рівень розвитку виробничої та соціально-побутової інфраструктури в районах пільгового інвестування, економічно виважена система оподаткування, преференційний міграційно-митний режим; сприятливе митне та валютне законодавство. Щоб залучити максимально можливий обсяг ресурсів з-за кордону, належна увага приділяється великим інвестиційним проектам, які реалізуються на базі спільного підприємництва. Якщо спільне підприємництво із загальним обсягом інвестицій до 3 млн дол. США має право на отримання кредиту в розмірі щонайбільше 43 % суми власних вкладень, то для об'єкта вартістю 10–30 млн дол. і більше кредити можуть у 1,5–2 рази перевищувати власні кошти. Досить привабливими сферами вкладення іноземного капіталу в економіку Китаю стали виробництво, реалізація та обслуговування сучасних комп'ютерних систем, а також автомобільна промисловість. За оцінками фахівців, один долар, вкладений в економіку Китаю, дає 6–8 дол. США прибутку.

З огляду на досвід залучення іноземного капіталу в інших країнах (насамперед колишніх соціалістичних) можна визначити такі перешкоди у здійсненні цього процесу: відсутність відповідного інвестиційного клімату; недосконалість ринкового механізму; нестабільність політичної ситуації; низький рівень ділової та професійної кваліфікації підприємців; відсутність заінтересованих партнерів; нестача привабливих інвестиційних проектів; руйнівна податкова система; відсутність дієвої системи страхування інвестицій; надмірний монополізм в економіці; надвисокий рівень інфляції; невирішеність питання щодо приватної власності на землю; неконвертованість валюти.

Чинники, які впливають на прийняття рішень щодо іноземного фінансування проектів, мають різну вагомість. На думку американських бізнесменів, за ступенем важливості та впливу їх можна розмістити так: політична стабільність; інвестиційний клімат; порядок трансферу прибутку; податки; частка державних підприємств; привабливість проекту. Дослідженнями встановлено, що розглянуті чинники не є постійними і незмінними.

## **17.5. МЕТОДИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ**

Держава має різні важелі для того, щоб сприяти залученню іноземного капіталу. Найважливіші з них подано на рис. 50.



*Рис. 50. Механізм залучення іноземного капіталу*

До системи податкових і митних пільг входять “податкові канікули”, зниження ставок оподаткування в разі реінвестування отриманого прибутку чи інвестування у певні регіони та галузі, захист від подвійного

оподаткування, а також звільнення від митних зборів на імпорту новітніх машин та обладнання, технологій, ноу-хау, експорту продукції власного виробництва для покриття валютних витрат або зменшення цих зборів. Спеціальні економічні зони передбачають ще розвиненішу систему податкових та митних пільг, спрощення адміністративних процедур (рис. 51). Ця система пільг передбачає зміцнення позицій національної валюти, її конвертованість; можливість для підприємств, створених з участю іноземних інвесторів, без труднощів конвертувати отримані доходи; користування банківською системою країни; надання державних кредитів для інвестиційних проєктів у пріоритетні сфери. Інформаційне забезпечення та центри допомоги іноземним бізнесменам мають інформувати інвесторів про різні проєкти та умови їх здійснення за кордоном, систему оподаткування, адміністративно-правові процедури господарської діяльності тощо.



**Рис. 51. Система гарантій щодо захисту прав іноземних інвесторів у спеціальних економічних зонах**

Підприємці США вважають, що інвестиції у країни з високим рівнем політичних, географічних, валютних, фінансових, інвестиційних та інфляційних ризиків повинні мати мінімальну норму прибутку — щонайменше 25 %. В Україні ця норма, за нашими розрахунками, майже вдвічі нижча, до того ж має великий термін окупності капіталу. Згідно з оцінками західних досліджувачів, норма прибутку на капітал, вкладений, наприклад, у будівництво заводу, у Західній Європі становить 38,6 %, строк окупності — 6 років, а в Україні ці показники дорівнюють відповідно 21 % і 11 років.

Крім того, існують й інші негативні моменти: насамперед це бюрократичні перешкоди та легітимна невизначеність у процесі приватизації; відсутність реальної приватизації та закону про приватизацію землі; обіг на внутрішньому ринку грошових одиниць західних країн; відсутність правового забезпечення кредитування, страхування, валютного обігу; обмеженість каналів репатріації прибутку (здебільшого через вивезення продукції видобувних та сировинних галузей, що має попит на світових ринках).

В Україні розроблено законодавство про іноземні інвестиції, до якого входять понад 100 різних правових і нормативних документів (законів, постанов, указів, положень, інструкцій та ін.). До них належить також прийнятий у квітні 1996 р. Закон України “Про режим іноземного інвестування”. У ньому є позитивні моменти, пов’язані з особливостями режиму іноземного інвестування, чітким визначенням видів іноземних інвестицій і форм їх здійснення, а також системи державних гарантій захисту іноземного капіталу. Для іноземних інвесторів на території України встановлюється національний режим інвестиційної та іншої діяльності. Зазначається, що для інвестиційних проектів із залученими іноземними інвестиціями, які реалізуються відповідно до державних програм розвитку пріоритетних галузей економіки, соціальної сфери та територій, може встановлюватися пільговий режим інвестиційної та іншої господарської діяльності.

Проте варто ще раз зазначити, що законодавча база має принаймні два основних недоліки: по-перше, нестабільність та ненадійність; по-друге, відсутність комплексності та наявність суперечностей у законодавчих актах. Нестабільність зумовлює неможливість спрогнозувати виробничо-господарську та фінансову діяльність об’єктів інвестування. Забезпечення стабільності нормативної бази для іноземного інвестора важливіше, ніж пільги.



Як свідчить досвід інших країн, до формування системи регулювання міжнародної спільної підприємницької діяльності на національному рівні застосовуються два підходи: перший — прийняття єдиного акта, який регулює допуск іноземного капіталу в економіку країни; другий — регулювання різних аспектів іноземної інвестиційної та підприємницької діяльності сукупністю правових актів.

Вибір одного з цих підходів зумовлюється позицією, яку та чи інша країна займає на світовому ринку капіталів. Якщо країна є активним експортером капіталу, то, як правило, використовується другий підхід до формування законодавчої бази щодо участі іноземних інвесторів у національному господарстві. Країни, які переважно імпортують капітал, прагнуть прийняти єдиний законодавчий акт щодо міжнародної підприємницької діяльності.

## **17.6. СТРАТЕГІЯ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ**

Нині Україна, безумовно, є державою, яка залучає іноземний капітал на свою територію. Виходячи з тенденцій, що склалися, доходимо висновку: вона залишиться такою ще тривалий час. Тому недоліком Закону України “Про режим іноземного інвестування” є перехрещення двох названих підходів до формування правової бази. Більшість статей цього Закону містять формулювання “згідно з чинним законодавством” без конкретних посилань. У зазначеному Законі відсутні будь-які конкретні положення щодо найважливіших об’єктів регулювання, пріоритетних галузей економіки, соціальної сфери й територій, що заплутує розв’язання проблем пільгового режиму інвестування, а також положення про кваліфікаційний мінімум іноземної інвестиції, які, на наш погляд, були б необхідні для системи іноземного інвестування. У ст. 1 розд. 1 Закону визначається тільки частка іноземної інвестиції у статутному фонді підприємства з іноземними інвестиціями (щонайменше 10 %).

Порядок переказу (трансферту) прибутків, доходів та інших коштів, одержаних унаслідок здійснення іноземних інвестицій, визначається тільки Національним банком України, а відповідного законодавчого акта, прийнятого Верховною Радою України, не існує. Це ще один недолік законодавчої бази іноземного інвестування, що діє в Україні.

Законодавча база процесу іноземного інвестування повинна охоплювати всі аспекти цієї багатогранної діяльності. На сучасному етапі в Ук-

раїні законодавчо не визначені процеси іноземного кредитування, створення кредитних співтовариств, концесій, надання прав власності на землю; не розроблено також механізми державного страхування іноземних інвестицій, створення страхових фондів. І хоча зараз здійснюються певні заходи щодо створення автоматизованої інформаційної системи оперативного пошуку іноземних інвесторів, усе це перебуває в зародковому стані.

Виходом із цієї ситуації, на наш погляд, є обґрунтування раціональної інвестиційної політики, в якій чільне місце посядуть система державного регулювання й реформування структури власності на основі приватизації та концепція технічного переоснащення промислового виробництва із залученням коштів іноземних інвесторів. Така концепція забезпечить підвищення інвестиційної активності, але за наявності певних економічних передумов (рис. 52):

- залучення іноземних інвестицій з урахуванням мети та завдань структурної трансформації промислового комплексу, цільових програм міжгалузевого розвитку, конверсії;
- збільшення обсягів інвестиційних ресурсів, які формують виробничий потенціал на новій науково-технічній базі;
- ефективного використання інвестицій;
- обґрунтування вибору пріоритетних секторів матеріального виробництва, які визначають конкурентні позиції країни на світових ринках;
- створення динамічного експортного потенціалу, який може швидко адаптуватися до кон'юнктури зовнішнього ринкового середовища;
- розвитку внутрішньої та зовнішньої продукції виробничо-технічного призначення.

Реальна наявність зазначених економічних передумов підвищення інвестиційної активності має стати достатньою основою для обґрунтованого визначення мети залучення іноземних інвестицій у різні сфери вітчизняної економіки (насамперед в індустрію). Ми переконані, що основними цілями повинні бути такі:

- структурна перебудова промислового комплексу;
- сприяння досягненню сучасного технічного рівня розвитку на основі нових технологій;
- розвиток ресурсозберігаючих, наукомістких та екологічно чистих технологій;
- збільшення обсягів експортного потенціалу України;
- подолання залежності економіки країни від імпорту;

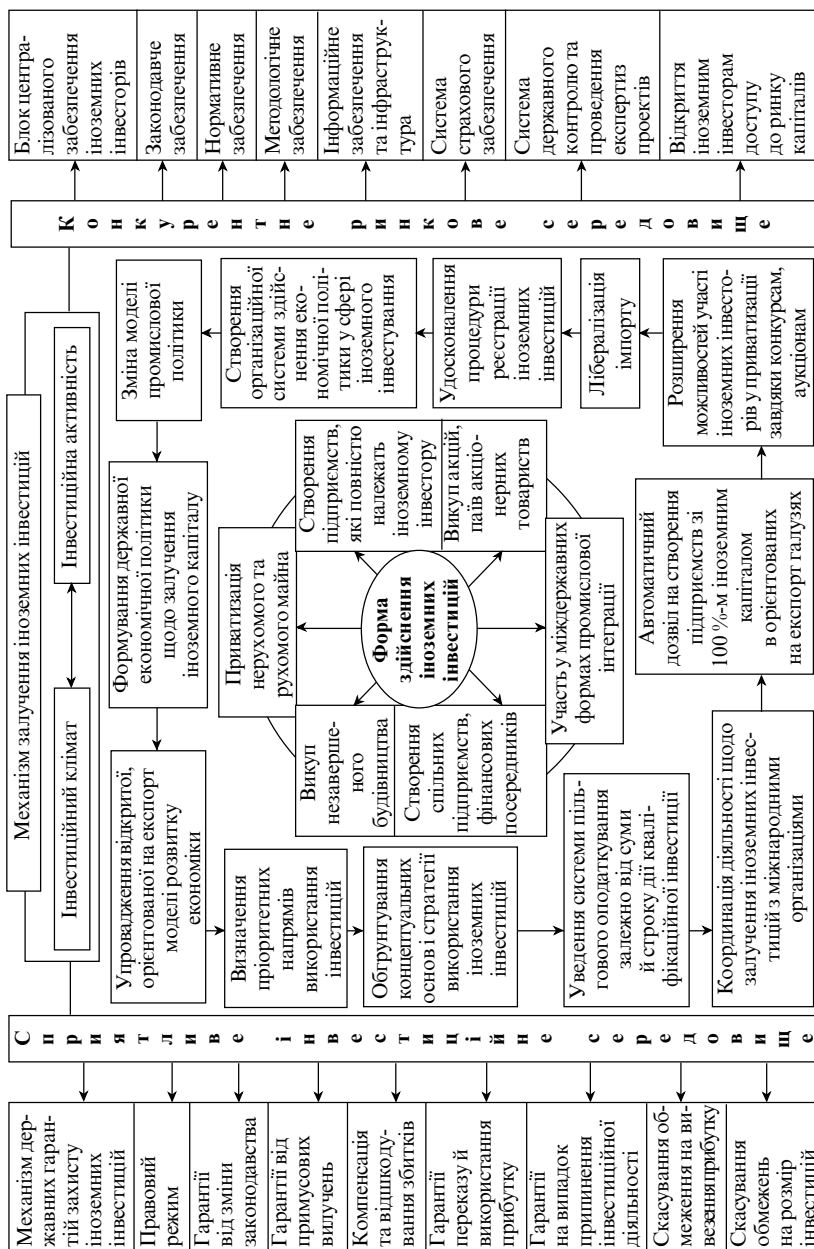


Рис. 52. Комплексний механізм залучення іноземних інвестицій

- створення виробництв з використанням місцевих природних ресурсів;
- сприяння розвитку приватного сектору.

Досягти цього можна за умови розробки й реалізації вітчизняної стратегії залучення іноземного капіталу. Особливо нагальним і виваженим має бути розв'язання проблеми залучення іноземних інвестицій у період економічної кризи в Україні. При цьому важливо зацікавити зарубіжних партнерів, знайти баланс взаємних інтересів, реалізувати проекти, які економічно вигідні вітчизняним та іноземним партнерам.

Організаційною формою забезпечення процесу реалізації технологічно передових інвестиційних проектів, на наш погляд, має стати створення фінансово-промислових груп, акціонерних товариств. Окремі країни мають інтегровані утворення (союзи), мета яких, з одного боку, — стимулювати збільшення обсягів виробництва національних товаровиробників, розвиток внутрішньої торгівлі, експорту, а з іншого — здійснювати протекціоністську політику щодо інших країн.

Державна стратегія залучення іноземних інвестицій має спиратися на класифікацію галузей промисловості залежно від наявності потенційних джерел фінансування. Можна виокремити кілька таких груп галузей (виробництв):

- галузі, розвиток яких забезпечується централізованими державними капіталовкладеннями;
- виробничі об'єкти переважно приватного капіталу;
- галузі (виробництва), які на певному етапі потребують кредитних субсидій;
- пріоритетні галузі для залучення та використання іноземних інвестицій;
- виробництва, участь іноземних інвесторів у фінансуванні яких має певні обмеження;
- галузі (виробництва), які є закритими для іноземного інвестування, що пов'язано з національною безпекою, збереженням національного багатства.

Для України прийнятна класична схема сучасного індустріального розвитку країни, яка складається з трьох етапів:

- створення імпортозамінних виробництв;
- формування конкурентоспроможного експортного потенціалу;
- розвиток наукомістких галузей.

Така схема подальшого розвитку індустрії потребує органічного поєднання іноземного капіталу з національними ресурсами, обґрунтування

та селекції сфер інвестування, експертної оцінки щорічної потреби в іноземних інвестиціях, визначення потенційної місткості українського ринку для іноземних інвесторів.

Практика показала, що за минулий період, коли використовувалися традиційні підходи до інвестування, іноземний капітал неістотно впливав на ефективність функціонування промислового комплексу, його структурну перебудову, упровадження прогресивних технологій і технічне оновлення виробництва. Очевидно, необхідно знайти економічний механізм, який дав би змогу збалансувати норму прибутку, рівень ризику, стимули та гарантії для залучення іноземних інвестицій у процес приватизації й розвитку експортного потенціалу, забезпечив би бажаний кінцевий результат інвестування, тобто помітний внесок у розвиток економіки, підвищення ефективності її функціонування, упровадження сучасних технологій і методів управління.

З огляду на викладене важливо вибрати пріоритети в інвестиційному процесі, які б забезпечили найвищий рівень його ефективності. Це об'єктивно зумовлює необхідність здійснення таких заходів:

- звуження напрямів інвестування та впровадження проектів з урахуванням існуючого інноваційного потенціалу;
- включення в інвестиційний процес як державних, так і приватних ресурсів;
- залучення іноземних партнерів до впровадження інвестиційних проектів, пов'язаних з використанням інноваційного та промислового потенціалу;
- створення нових організаційних форм інтеграції фінансового та промислового капіталу;
- розробки та впровадження регіональних програм інвестування.

При цьому іноземні кредити під державні гарантії необхідно спрямовувати насамперед у пріоритетні сфери на фінансування інвестиційних проектів, що забезпечать розвиток експортного потенціалу, і галузі, де строки окупності виробничих інвестицій порівняно малі.

Наведений тут науково обгрунтований і рекомендований для практичного використання комплексний механізм залучення іноземних інвестицій спрямований на створення сприятливого інвестиційного клімату та підвищення інвестиційної активності. Стрижнем такого механізму є економіко-організаційний блок, який базується на обгрунтованій концептуальній основі та стратегії залучення іноземних інвестицій, системі пільг в оподаткуванні, визначенні пріоритетних напрямів використання іноземних інвестицій, розширенні можливостей участі іноземних інвесторів у процесі приватизації та створенні спільних підприємств (див. рис. 52).

## 17.7. СИСТЕМА СТИМУЛЮВАННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕТОРІВ

Необхідно запровадити систему пільгового оподаткування залежно від обсягу та терміну дії іноземної інвестиції, оскільки діюча система враховує це недостатньою мірою. Пропонуємо розробити й запровадити систему стимулювання іноземних інвесторів у промисловій сфері залежно від пріоритетності об'єкта інвестування, обсягу інвестиції і терміну її дії. Суть запропонованої системи викладено в табл. 37.

Таблиця 37

Система стимулювання іноземних інвесторів

Фактор стимулювання	Обсяг іноземних інвестицій, дол. США					
	До 10 тис.	10–50 тис.	50–100 тис.	100–500 тис.	500 тис. – 10 млн	Понад 10 млн
Термін пільгових “податкових канікул”	Податок за чинним законодавством	1 рік	3 роки	5 років	Додатково 5 років 50 % ставок чинного законодавства	10 років
Податок на додану вартість, % до ставок чинного законодавства	100	90	80	70	60	50
Пріоритетні галузі (від розміру податку на додану вартість), %	85	80	75	70	65	60

За умови дострокового відчуження інвестицій проти встановлених законодавством термінів підприємства з іноземними інвестиціями, що діють у пріоритетних галузях народного господарства України, мають сплачувати податок на прибуток за весь період інвестування в розмірі 50 % встановлених законодавством, а в інших галузях — у повному обсязі.

## **17.8. СИСТЕМА ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ**

Необхідно вжити певних організаційних заходів щодо створення єдиної цілісної системи державного управління інвестиційними процесами, яка б залучала відповідні структури для роботи з іноземними інвестиціями, механізми реалізації державної політики залучення капіталу, координації діяльності з міжнародними організаціями, проведення експертиз найважливіших проєктів та їх конкурсний відбір. Такою структурою може бути спеціалізована державна компанія України з іноземних інвестицій. У постанові Верховної Ради України «Про порядок уведення в дію Закону України “Про режим іноземного інвестування”» порушується питання створення національного агентства сприяння іноземним інвестиціям в Україні. У структурі такої системи доцільно створити інформаційно-аналітичний банк даних з питань іноземного інвестування, який міститиме інформацію про підприємства та проєкти, що потребують інвестицій, про інвесторів, спонсорів, виконавців проєктів і проведення міжнародних тендерів. Потрібно розробити систему страхування та створити Національну акціонерну страхову компанію, сприяти діяльності інвестиційних компаній і фондів, трастових і холдингових компаній, аудиторських і консалтингових фірм, фондових бірж, лізингових компаній з організації лізингу сучасного устаткування та інших об’єктів раціональної інфраструктури. Усе перелічене сприятиме формуванню в Україні ринку інвестиційних проєктів.

Економіко-організаційний блок механізму залучення інвестицій може функціонувати лише разом з ефективним механізмом державних гарантій та системою законодавчого, нормативного, інформаційного забезпечення іноземних інвестицій, організації системи страхування та перестраховання іноземних інвестицій, сприяння розвитку банківсько-кредитної системи.

Для того щоб створити ефективну систему залучення іноземних інвестицій, насамперед потрібно сформувати відповідну законодавчу базу. Наявність суперечностей і невизначеності окремих важливих питань законодавства зумовлює необхідність внесення змін до Закону України “Про власність” і до Земельного кодексу України стосовно визначення майнових прав іноземних інвесторів. Потрібно на державно-правовому рівні уточнити питання про концесії (визначення можливостей отримання прибутку іноземними інвесторами від розвідування, розробки, видобування та експлуатації природних ресурсів). Потребує якнайретельнішого обґрунтування система валютного регулювання.

Особливу увагу слід приділити інформаційному забезпеченню залучення іноземних інвестицій як найслабшій ланці у діючому механізмі регулювання цього процесу. Необхідно видавати інформаційні бюлетені й рекламну літературу з проблем іноземного інвестування, створити комп'ютерну мережу для обміну інформацією, систему статистичної інформації.

Доцільно підтримувати інвестиційні проекти, спрямовані на розвиток приватного сектору (насамперед малих і середніх підприємств, які повинні одержати доступ до інвестиційних кредитів і страхування); організовувати виставки інвестиційних проектів; створювати контрактові біржі.

Одним із важливих шляхів залучення інвестицій в Україну є вітчизняні й міжнародні інвестиційні фонди. У Європі діє понад двадцять міжнародних інвестиційних фондів з капіталом понад 2 млрд дол. США, які створено з метою здійснення інвестиційної діяльності переважно в постсоціалістичних країнах. Взаємодія вітчизняних і зарубіжних інвестиційних фондів відкриває реальні можливості для нагромадження інвестиційного потенціалу, потрібного для реформування економіки України. В Україні вже започаткували свою діяльність Фонд підтримки підприємств у нових незалежних країнах, інвестиційний капітал якого надав Конгрес США через Агентство США з міжнародного розвитку, і фонд "Нью Сенчурі Кепітел Партієрс", який підтримує Корпорація приватних інвестицій за кордоном.

Іноземні інвестори можуть брати участь у приватизації майна державних підприємств, якщо це узгоджено з Фондом державного майна. Іноземний капітал у процесі приватизації необхідний насамперед у таких сферах економіки, активізація нарощування виробничого потенціалу яких сприятиме виведенню України з кризи, усуненню соціального напруження в суспільстві та подоланню залежності України від імпорту.

## **17.9. ОСНОВНІ НАПРЯМИ ІНОЗЕМНОГО ІНВЕСТУВАННЯ**

Конкретні пріоритетні напрями іноземного інвестування в економіку України визначалися на основі врахування національних інтересів і дотримання таких принципів: орієнтації на виробництво товарів, які зумовлюють підвищення життєвого рівня; забезпечення розвитку науково-технічного прогресу та конкурентоспроможного виробництва; перебудови



структури економіки. Обґрунтовуючи пріоритетні напрями іноземного інвестування безпосередньо у виробничу сферу, необхідно виходити з того, що вибрані для цього виробництва повинні істотно впливати на забезпечення нормального функціонування народногосподарського комплексу та зумовлювати прискорення технологічного переоснащення промислового виробництва. На першому етапі такого обґрунтування було вибрано паливно-енергетичний комплекс, металургійний комплекс, комплекс хімічної та нафтохімічної промисловості, лісопромисловий комплекс.

Великомасштабні прямі іноземні інвестиції для паливно-енергетичного комплексу можуть здійснюватися через приватизацію його об'єктів, викуп пакетів акцій діючих підприємств, а також у процесі спільного інвестування будівництва нових систем магістральних газопроводів; через активізацію використання наявного потенціалу енергоресурсів, комплексну модернізацію діючих і створення нових виробничих потужностей на базі сучасної техніки і прогресивної технології, зниження негативного впливу паливно-енергетичного комплексу на навколишнє середовище на основі екологічно чистих технологічних процесів.

Аналіз засвідчує доцільність спільного інвестування в діючий нафтогазовий комплекс України, де у світових цінах прибутковими є нафто- і газовидобування. Сировина має стабільний попит на світових ринках, але задоволення потреб внутрішнього й зовнішнього ринку зумовлює необхідність спільного інвестування нових сучасних виробництв на базі більш повної комплексної переробки ресурсів вуглеводневої та коксохімічної сировини, ресурсів сірки та полімінеральних руд, а також установок для поглибленої переробки нафти і нарощування потужностей для випуску полімерних матеріалів і виробів з них. Розрахунки підтверджують високу ефективність реконструкції нафтогазового комплексу України. До перспективних інвестиційних проєктів належать розвідування та видобуток нафти й газу в Полтавській, Івано-Франківській, Чернігівській областях і шельфі Чорного моря, а також використання газу метану вугільних пластів у Донецькому басейні.

Основними факторами, які впливатимуть на іноземних інвесторів у видобувних та сировинних галузях, слід вважати можливість участі у приватизації, зменшення розміру податку на прибуток та рівня експортного мита.

Значних капітальних вкладень потребує чорна та кольорова металургія України. З порівняльного аналізу цін та витрат випливає, що більшість її виробництв є прибутковими у світових цінах. Збитковим є тільки

видобування залізної руди. Україна має бути заінтересована у пріоритетному вкладанні іноземного капіталу в подальший розвиток процесів киснево-конверторного виплавлення сталі з безперервним розливом, нарощування виробництва прокату із захисним покриттям.

Україна повинна сприяти залученню іноземних інвестицій також у легку та текстильну промисловість (технічне переоснащення бавовняних і трикотажних підприємств).

Порівняно з промислово розвиненими країнами в індустрії України допускається нічим не виправдана величезна перевитрата палива, металу, деревини та інших видів ресурсів у розрахунку на одиницю кінцевої продукції. Економія первинних ресурсів дає змогу значно перекрити пов'язані з цим первинні витрати. Тому доцільно здійснювати спільне інвестування в нарощування обсягів випуску машин і обладнання для запровадження енергозберігаючих технологій та більш комплексної переробки вихідної сировини мінерального походження.

Доцільно реконструювати підприємства агропромислового комплексу, а також виробництва, що працюють на задоволення його потреб, на основі глибокої комплексної переробки сировини з метою значного збільшення виходу кінцевої продукції, зменшення її втрат і поліпшення якості товарів. У цьому зв'язку ефективними мають стати оновлення та модернізація підприємств переробної і харчової промисловості, запровадження нових технологій зберігання продукції. Проведений аналіз показав, що іноземного інвестування потребують виробництва з випуску ефективних хімічних засобів захисту рослин, тари та пакувальних матеріалів для агропромислового комплексу, обладнання для масложирової, м'ясо-молочної та інших галузей харчової промисловості, техніки для фермерських господарств.

Економічно та соціально виправданим треба вважати залучення іноземного капіталу для розвитку комплексу виробництв товарів народного споживання та надання послуг населенню. Ефективним стало б спільне інвестування збільшення потужностей з випуску меблів, шпалер і паперових виробів, пряжі, тканин, товарів зі шкіри, нарощування виробництва електро побутових товарів.

До реально можливих об'єктів спільного інвестування належать об'єкти будівельної індустрії України, і насамперед незавершеного будівництва. Це аргументується тим, що незавершене будівництво в Україні має постійну тенденцію до зростання, і за останні п'ять років його обсяги збільшились майже втричі. Великі наднормативні обсяги незавершеного будівництва існують майже в усіх галузях індустрії, особливо в електро-

технічній, хімічній і нафтохімічній промисловості, а також у машинобудуванні.

У цілому для будівельної індустрії України характерні техніко-економічна застарілість проектів, маловиправдані великі терміни будівництва виробничих об'єктів і низький рівень ефективності капітальних вкладень. У середньому лише один з десяти інвестиційно-будівельних проектів відповідає світовим стандартам. Доцільно використовувати такі форми спільного з іноземними партнерами інвестування: їх участь у приватизації незавершених будівельних об'єктів через конкурси, аукціони; створення акціонерних товариств, спільних підприємств, спеціальних бірж, комерційних банків з участю іноземних фірм.

Дослідженнями доведено, що на особливу увагу заслуговує інвестиційне співробітництво із зарубіжними партнерами у сфері військово-промислового комплексу України. З огляду на стан бюджету України практично важко визначити остаточні терміни технічного переобладнання цього надскладного комплексу та одержання певного прибутку від його конверсії у найближчому майбутньому. Тому, на наш погляд, доцільна участь іноземних партнерів у приватизації майна комплексу за погодженням з Кабінетом Міністрів України. За оцінками фахівців, із загальної кількості оборонних підприємств України з часткою військової продукції понад 30 % реально може бути приватизовано більше половини. Залучення іноземного капіталу для здійснення конверсії оборонного комплексу може відбуватися в таких формах (напрямах): імпорту технологій “подвійного призначення”; створення інтегрованих підприємств сфери військового та цивільного бізнесу в літако- та суднобудуванні; розробки та впровадження проектів адаптації до цивільних цілей товарів та ідей військової електроніки, радіотехніки, виробництва засобів і систем зв'язку. Приватизацію в оборонному комплексі слід здійснювати через конкурси й аукціони для іноземних інвесторів.

Потрібно ретельніше дослідити можливість розвитку на основі спільного міжнародного інвестування таких прибуткових (за світовими цінами) галузей, як шинна, гумово-азбестова, лакофарбова промисловість, виробництво автомобілів, тракторів, обладнання для підприємств комунального господарства, виробництво з глибокої переробки деревинної сировини (целюлозно-паперової промисловості).

Важливим напрямом залучення іноземних інвестицій в Україні має бути їх вкладання у створення сучасної інфраструктури як необхідного атрибуту міжнародної інвестиційної діяльності. Це насамперед транспорт, технічно обладнане складське господарство, телекомунікації, а та-

кож об'єкти так званої ділової інфраструктури — офіси, ділові центри, побутовий сервіс. Ця галузь має відносно короткий термін окупності капітальних вкладень і є, по суті, матеріальною основою для подальшої ділової активності іноземного капіталу.

Отже, створення й ефективне функціонування механізму залучення іноземного капіталу з метою всеосяжного реформування та реконструкції промислового комплексу України має спиратися на такі процеси:

- виокремлення та врахування переваг і недоліків напрямів залучення іноземних фінансових коштів;
- прогнозовану оцінку (з подальшим її уточненням) необхідних для України обсягів іноземних інвестицій за основними напрямками їх використання;
- узагальнення існуючих в інших країнах систем залучення іноземних інвестицій у розвиток (реформування) національних економік та їх провідних секторів задля можливого використання в Україні окремих ефективно діючих елементів таких систем;
- змістово-елементне обґрунтування комплексного механізму залучення іноземних інвестицій.

Саме викладений за такою схемою сучасний механізм залучення іноземного капіталу може бути використаний в Україні задля фінансового забезпечення структурної трансформації, насамперед її промислового комплексу.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Переваги та недоліки залучення іноземних інвестицій в Україну.
2. Які сфери народного господарства України потребують інвестицій у першу чергу?
3. Які форми інвестування поширені в розвинених країнах світу?
4. Що ви знаєте про досвід інвестування у слаборозвинених країнах?
5. Методи залучення іноземного капіталу.
6. Механізми залучення іноземних інвестицій.
7. Які існують системи стимулювання іноземних інвесторів?
8. Які системи й методи державного регулювання інвестицій можна використати в Україні?

**Розділ 18**

**ІНВЕСТИЦІЙНА  
ТА ІННОВАЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ**

---

---

- Інновації, інноваційний процес та інноваційна діяльність.
  - Джерела фінансування інноваційних інвестицій.
  - Спрямування економічної політики на посилення інвестиційної діяльності.
  - Грошово-кредитна політика в інвестиційно-інноваційному процесі.
  - Інноваційна спрямованість інвестицій.
  - Методологічні підходи до здійснення фінансової оцінки інноваційних проектів.
- 
- 

**18.1. ІННОВАЦІЇ, ІННОВАЦІЙНИЙ ПРОЦЕС  
ТА ІННОВАЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ**

В економічній літературі термін “інновація” інтерпретується як перетворення потенційного науково-технічного прогресу в реальний, який втілюється в нових продуктах і технологіях. Інноваційний продукт характеризується вищим технологічним рівнем, новими споживчими якостями товару або послуги порівняно з попереднім продуктом.

У літературних джерелах є чимало визначень інновацій. Наприклад, за змістом чи внутрішньою структурою розрізняють інновації технічні, економічні, організаційні, управлінські та ін. Виокремлюють такі ознаки, як масштаб інновацій (глобальні та локальні); параметри життєвого циклу; закономірності процесу впровадження.

Вчені по-різному трактують це поняття залежно від предмета та об'єкта свого дослідження. Наприклад, Б. Твісс визначає інновацію як процес, у якому винахід або ідея набувають економічного змісту. Ф. Ніксон вважає, що інновація — це сукупність технічних, виробничих і комерційних заходів, що спричиняють появу на ринку нових товарів, поліпшених промислових процесів та устаткування.

Відповідно до міжнародних стандартів, інновація визначається як кінцевий результат інноваційної діяльності, який дістав втілення у вигляді нового або удосконаленого продукту, впровадженого на ринку, нового або удосконаленого технологічного процесу, що знайшов використання у практичній діяльності.

Щодо змісту цього поняття у фахівців існують два підходи: широкий і вузький. Класичним широким підходом вважають викладене австрійським економістом І. Шумпетером ще у 1913 р. у праці “Теорія економічного розвитку” розуміння цього процесу як такого, що складається з п'яти основних варіантів:

- введення нового товару (товару, з яким не знайомий споживач, або товару нового виду);
- впровадження нового методу виробництва продукції (методу, який раніше не використовувався у цій галузі промисловості);
- відкриття нового ринку, на якому цю галузь промисловості цієї країни не було представлено;
- завоювання нового джерела сировини та напівфабрикатів;
- впровадження нової організаційної структури в будь-якій галузі.

Схожої точки зору дотримується й Ла Герре, який визначає інновацію як будь-яку зміну у внутрішній структурі господарського організму.

Однак більшість економістів стоять на позиціях вузького підходу. Вони обмежують галузь інновації науково-технічними технологічними питаннями. При цьому, згідно з однією точкою зору, інновація — це процес застосування нових технологій, виробів, згідно з іншою, — результат у вигляді нових методів, продукції, технологічних процесів. Так, угорський економіст Б. Санто визначив інновацію як суспільно-технологічний та економічний процес, який завдяки практичному використанню ідей та винаходів сприяє створенню кращих за своїми характеристиками виробів і технологій. Приблизно так

тракується це поняття і в більшості сучасних словників та довідників, наприклад: “Інновація — це процес, у ході якого винахід чи відкриття доводиться до стадії практичного застосування і починає давати економічний ефект, новий поштовх науково-технічних знань, що забезпечують ринковий успіх” або: “Інновація — це процес, спрямований на створення, виробництво, розвиток та якісне удосконалення нових видів виробів, технологій, організаційних форм”. П. Лемерль характеризує інновацію як “новий продукт або послугу, спосіб їх виробництва, нововведення в організаційній, фінансовій, науково-дослідній та інших сферах, будь-яке удосконалення, що забезпечує економію витрат або створює умови для такої економії”. На близькій позиції щодо визначення цього поняття стоять автори словника ринкової економіки. На їхню думку, інновації характеризуються насамперед ефективністю вкладених коштів, розвитком винахідництва та раціоналізаторства.

Термін “інновація” почав застосовуватись у вітчизняній літературі пізніше, ніж за кордоном. Його зміст розкривають, зокрема, словники. У виданнях до 1990 р. терміна “інновація” ще немає. Водночас за кордоном це поняття виникло на початку ХХ ст. і дістало подальший розвиток та аналіз у 30-ті роки. Найінтенсивніше проблема інновацій та їх оцінок почала розвиватись у 60-ті роки ХХ ст. у зв'язку з різким зростанням масштабу та складності виконуваних НДР та ДКР, особливо в авіакоsmічній, атомній та радіоелектронній промисловості, з розвитком біотехнологій.

При централізованому управлінні економікою для позначення відповідних процесів часто застосовувались поняття “впровадження досягнень науки та техніки”, “управління науково-технічним прогресом” тощо.

Найприйнятнішим для прикладного використання є вузький підхід до визначення інновацій, який враховує науково-технічний та економічний аспекти. Це пояснюється визначальною роллю науково-технічних проблем у вирішенні соціально-економічних, господарських завдань як на підприємствах, так і в народному господарстві в цілому. Найважливішим фактором на сучасному етапі є швидке та масштабне отримання економічних результатів при виконанні інноваційних проєктів. Крім того, зазначене коло проблем глибше досліджено порівняно з організаційними та соціальними аспектами інновацій.

Творці інновації керуються такими критеріями, як життєвий цикл та економічна ефективність виробу. Їх стратегія спрямована на отри-

мання переваг перед конкурентами шляхом створення нововведення, яке стане унікальним у певній галузі.

Тож невід'ємною властивістю інновації є науково-технічна новизна та практичне застосування у виробництві. Можливість комерційної реалізації задуму виступає як потенційна властивість, для досягнення якої потрібні певні зусилля.

В умовах ринкової економіки основною складовою інноваційної діяльності, як вже зазначено, є нововведення, новизна та інвестиції.

Проміжок часу, починаючи від появи ідеї до закінчення періоду використання нововведення, має назву життєвого циклу інновації. Життєвий цикл інновації у послідовності проведення робіт становить інноваційний процес. На практиці часто розглядається поняття “життєвий цикл виробу”. У вітчизняній літературі він, як правило, містить такі етапи:

1. Передвиробничий (етап НДР та ДКР).
2. Виробництво.
3. Експлуатація.

Окремі автори вирізняють інші стадії:

1. Планування (складання плану реалізації інновації).
2. Визначення та досягнення умов, необхідних для успішної реалізації різноманітних фаз інвестиційного циклу, постановка завдань перед співробітниками, постачальниками, структурними підрозділами та організація їхньої роботи.
3. Виконання (здійснення досліджень та розробок, реалізація нововведень).
4. Керівництво (контроль і аналіз, коригування планів і дій, оцінка ефективності нововведень).

У міжнародному стандарті з управління якістю ISO-9004 викладається докладніша розбивка життєвого циклу продукції на окремі етапи:

- маркетинг, пошуки та дослідження ринку;
- проектування та розробка технічних вимог, розробка продукції;
- матеріально-технічне постачання;
- підготовка та розробка виробничих процесів;
- виробництво;
- контроль, проведення випробувань та досліджень;
- пакування, зберігання;
- реалізація та розподіл продукції;
- монтаж та експлуатація;



- технічна допомога, обслуговування, сервіс;
- утилізація після використання.

На ринку нововведень продукт є результатом наукової роботи. Розрізняють науково-дослідні та дослідно-конструкторські (експериментальні) роботи. Ринок нововведень створюють розробки науково-дослідних, проектно-конструкторських інститутів, бюро та лабораторій, промислових підприємств вищих, навчальних закладів, окремих винахідників та раціоналізаторів.

Існує багато варіантів класифікації інноваційних процесів, розроблених вітчизняними та зарубіжними авторами. При цьому як найважливіші ознаки найчастіше розглядаються ступінь новизни, сфера застосування, характер використання, призначення та ін. Крім того, фахівці навіть за однією ознакою вирізняють різноманітні типи інновацій. Так, за сферою застосування розрізняють економічні, організаційні, технологічні, товарні і суспільні інновації, технічні та соціальні.

Залежно від глибини змін деякі автори поділяють інновації на радикальні (базові), поліпшуючі, модифікаційні (окремі).

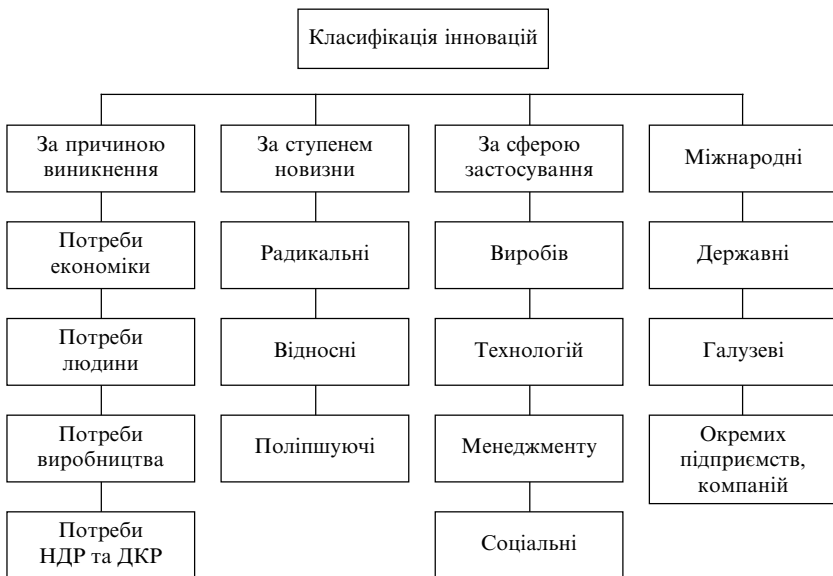
З урахуванням сфер діяльності інновації можуть бути технологічними, виробничими, економічними, торговельними, соціальними, організаційними тощо.

За причинами виникнення інновації поділяють на реактивні та стратегічні. Реактивні — це інновації, які забезпечують виживання фірми в умовах конкуренції. Вони з'являються як реакція на нові перетворення з боку конкурентів, щоб завдяки їм фірма могла продовжувати існування на ринку. Стратегічні інновації — це нововведення, впровадження яких має випереджувальний характер з метою отримання конкурентних переваг у перспективі.

За характером потреб, які задовольняються, інновації можуть бути зорієнтовані на існуючі потреби або на формування нових.

Аналіз літературних джерел дав змогу виявити найважливіші, на думку автора, класифікаційні ознаки інновацій та запропонувати свій варіант класифікації, наведений на рис. 53.

Автор вважає, що при класифікації промислових інновацій за ступенем новизни можуть бути використані положення, де вирізняють дві широкі форми інновації продукції: зовсім нові види продукції, а також удосконалення характеристик продукції, яка вже існує — незначні інновації. Однак трактування, запропоноване на рис. 53, ширше порівняно з наявними.



*Рис. 53. Класифікація інновацій*

Участь суб'єктів на ринку нововведень проявляється через:

- проведення власних НДР та ДКР;
- замовлень на проведення НДР та ДКР в інших організаціях;
- проведення спільно з іншими організаціями НДР та ДКР;
- придбання патенту, ліцензії, ноу-хау на право виробництва виробів;
- купівлі готового виробу, програмного забезпечення тощо;
- створення спільних підприємств з випуску нової продукції із залученням іноземних технологій, ноу-хау та ін.;
- придбання результатів інтелектуальної діяльності тощо.

Важливим фактором є обсяг інвестицій, що має вирішальне значення на ринку капіталу в інноваційному процесі. На практиці фінансове забезпечення інновацій може здійснюватись за рахунок кількох джерел: бюджетних асигнувань, банківського, приватного, оборотного капіталу фірми тощо. При цьому в інноваційній сфері вирішальну роль відіграють довгострокові та середньострокові інвестиції, оскільки інноваційний процес є досить тривалим.

Розглянувши складові інноваційної сфери, можна сформулювати основні поняття, пов'язані з нею. Вважатимемо, що інноваційна сфера являє собою систему взаємодії виробників інноваційної продукції, інвесторів та споживачів. Інноваційна діяльність — це комплекс практичних дій, спрямованих на використання науково-технічних результатів для отримання нових або поліпшення існуючих виробів, технологій, методів управління та ін.

Інноваційний процес є ширшим поняттям. Його можна визначити як сукупність етапів, стадій, дій, пов'язаних з ініціюванням, розробкою та виготовленням продукції, технологій, що матимуть нові властивості, які більш ефективно задовольнятимуть існуючі потреби і такі, що з'являються або можуть з'явитися. Американський економіст Д. Брайт зазначав, що це — єдиний процес, який поєднує науку, техніку, економіку, підприємництво та управління.

Поняття “інноваційний процес” еволюціонувало протягом півстоліття. У 50–60-ті роки переважали моделі інноваційного процесу, в яких основним фактором їх розвитку вважались наукові дослідження, а ринок — вторинним елементом. Це так звані моделі “технологічного поштовху” та “рушійної сили ринку”. При цьому у другій моделі збуту продукції приділялося більше уваги. З розвитком нових технологій було розроблено модель, яка збалансовувала відносини наукових досліджень і ринку, — так звана поєднальна модель. В її рамках передбачалося, що технічні інновації повинні супроводжуватися інноваціями в галузі маркетингу, менеджменту, виробництва. Останніми десятиріччями переважаючою стала “інтегрована модель” з мінімально можливим часом виконання науково-дослідних робіт, організації виробництва продукції та просування її на ринок.

Україна перебуває на стадії трансформаційного розвитку ринкової економіки, що позначається на ставленні до інноваційних процесів. Вітчизняні автори часто орієнтуються на простішу модель “технологічного поштовху”. Це значною мірою викликано об'єктивно існуючою ситуацією та визнанням того факту, що застосування сучасної “інтегрованої” моделі потребує розвиненої ринкової інфраструктури, достатніх фінансових ресурсів, стабільної фінансової системи, наявності вже сформованих ринків нововведень тощо.

Важливо наголосити на значенні інноваційної діяльності для розвитку економіки. Ще у 1977 р. спеціальна комісія сенату США заува-

жувала, що найближчим часом і у віддаленому майбутньому наука і технологія заслуговуватимуть на більшу увагу, ніж будь-який інший елемент національної політики або складова національних програм. У сучасному світі показники інноваційної діяльності стають вирішальними у визначенні економічного рівня держави. У відповідному аналізі зазначають, зокрема, обсяги виробництва та експорту наукомісткої продукції, обсяги і частку витрат на НДДКР у ВВП, кількість науково-технічних працівників і питомі витрати у розрахунку на одного такого працівника та ін.

Конкуренція на міжнародному і внутрішньому ринках загострюється, що й визначає необхідність підвищення уваги керівників корпорацій і фірм до інноваційної діяльності, оскільки тільки її результати дають змогу створити продукцію, яка б задовольняла щораз вищі, мінливі вимоги ринку та забезпечувала високий рівень прибутків корпораціям. Більше того, необхідність підвищення ефективності використання фінансових ресурсів та прагнення отримувати високі прибутки спонукає провідних виробників цілеспрямовано створювати нові потреби у покупців, а також принципово нові вирази й технології. Все це потребує прискорення інноваційних процесів, їх поєднання у багатьох випадках з виробничими процесами.

Провідні, промислово розвинені країни розробляють і здійснюють інноваційні програми у пріоритетних наукових і технологічних напрямках (біотехнології, мікроелектроніка, комп'ютерних технологій, генної інженерії тощо), тобто у напрямках, які здатні забезпечити високі норми прибутку. На цій основі змінюється структура виробництва, безперервно збільшується обсяг і питома вага наукомісткої продукції. Трудомісткі, технологічно застарілі, “невигідні” й такі, що забруднюють довкілля, виробництва ліквідуються або переводяться у країни, що розвиваються. Все це перетворює інноваційний процес на головний фактор економічного зростання найбільш розвинених країн. Б. Санто наводить цікаві дані: 25 % приросту виробництва у розвинених країнах викликано прямими матеріальними інвестиціями капіталу, приблизно 35 % — підвищенням кваліфікації робочої сили і більш як 40 % економічного зростання цих країн є результатом використання наукових знахідок, винаходів, застосування технологічних інновацій.

Розробка сучасних технологій і продукції дає змогу підприємствам збільшувати прибуток, тим самим поліпшуючи економічне становище і конкурентоспроможність як самих підприємств, так і країн,

де вони розташовані. У цьому зв'язку прискорення інноваційних процесів є важливою складовою державної політики в усіх розвинених країнах. Науково-технологічний, технічний рівень нині значною мірою визначає міжнародне становище країни, її місце на світовому ринку, стабільність національної економіки в цілому. Інтенсивне науково-технологічне суперництво останнім часом спостерігається не тільки між країнами з різними соціальними та ідеологічними системами, а й між країнами з розвинутою економікою — США, Японією, країнами ЄС тощо. Всі вони здійснювали і здійснюють продуману інноваційну політику, що дає значні економічні результати. Так, рівень технологічного розвитку Японії з 60-х років підвищився (порівняно з технологічним рівнем США) з 22 % до більш як 60 %. Значно збільшились масштаби підготовки кадрів науково-технічних працівників, кількість працівників, зайнятих у сфері НДЕКР. Швидко зросла кількість виданих патентів. Позитивне сальдо у торгівлі наукомісткою продукцією в Японії досягло 27 млрд. дол., у США — 12 млрд. дол.

Слід також відмітити велику питому вагу держави у фінансуванні НДЕКР. Так, на кінець 90-х років питома вага державних витрат на проведення фундаментальних НДР та ДКТ становила: у Франції — 90 %, у Великобританії і США — 80 %, у Японії — 50 %. У загальній сумі витрат державні витрати на НДЕКР у Великобританії і Франції становили більш як 50 %, у ФРН — понад 40 %, у Японії — 25–30 %. При цьому НДЕКР в економічно розвинених країнах зосереджені переважно у провідних фірмах. Так, у США і Франції на частку 100 найбільших промислових компаній припадає 80 % витрат на НДЕКР, у Великобританії — до 70 %, в Японії — більше 50 %. Причому ця частка є значно вищою, ніж за іншими економічними показниками. У США частка 100 найбільших компаній у вартості активів — приблизно 50%, у вартості промислової продукції, що випускається, — приблизно 1/3.

Викликає інтерес і структура фінансування окремих стадій НДЕКР. Так, за даними офіційної статистики, співвідношення фінансування фундаментальних, прикладних та експериментальних робіт у США такі: 12,6 %, 23,7 % та 63,7 %.

У США та Японії кількість науково-технічних працівників, зайнятих у сфері НДЕКР, у розрахунку на 10000 працюючих наприкінці 90-х років ХХ ст. сягала 76 чол., у Німеччині — 59, у Франції — 50, у Великобританії — 36, в Італії — 37 чол.

Важливим моментом у здійсненні інноваційних процесів є забезпечення захисту права автора на винахід, наукову ідею чи розробку. Механізм захисту інтелектуальної власності передбачає систему економічних, соціальних, правових методів і засобів підтримки інновацій.

У сучасному світі застосовуються такі способи захисту інтелектуальної власності: патент, авторське право, товарний знак, копірайт, різноманітні ліцензії.

У зарубіжних країнах поява патенту є сигналом для всіх зацікавлених осіб про те, що створено нову технологію або підготовлено випуск нової продукції. На практиці патент мобілізує суспільні ресурси, стимулює розвиток науково-технічного прогресу, підвищує ефективність виробництва.

До інтелектуального продукту належить також і ноу-хау — сукупність технічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але незапатентованих. У перекладі з англійської ноу-хау означає “знати, як”, тобто “знати, як це зробити”. Зміст поняття ноу-хау надзвичайно широкий, воно може охоплювати будь-яку інформацію, необхідну для ефективної організації виробництва та збуту певної продукції. До ноу-хау можна зараховувати і технічні рішення, що виконуються на рівні винаходів, які з різноманітних причин було запатентовано. Таким чином, характерним для цього поняття є новизна технічних знань та досвіду, їх корисність для вирішення конкретних виробничих та комерційних завдань. Оскільки ноу-хау не підкріплено патентами, важливе значення в процесі його реалізації має дотримання конфіденційності інформації, документації, креслень тощо.

## **18.2. ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ ІНВЕСТИЦІЙ**

Активізація інноваційної діяльності підприємств в умовах ринкової економіки пов'язана передусім з пошуком джерел і форм інвестування, які мають забезпечити баланс між інноваційними витратами та фінансовими можливостями.

Успішність економічної діяльності в інноваційній сфері останнім часом дедалі тісніше ставиться у залежність від ступеня залучення кре-

дитних ресурсів банківських установ до системи фінансового забезпечення відтворювальних процесів. Таким чином, банки стають одними з учасників інноваційного процесу, забезпечуючи не тільки його фінансування, а й зв'язок між усіма учасниками — державою, інвестиційно-інноваційними фондами, науково-технічними установами та споживачами. Проте існуючі механізми кредитування і надто високі ставки за кредити в Україні не сприяють надходженню фінансових ресурсів у сферу інновацій.

Водночас реальна поточна ситуація є такою, що довгострокові кредити, які мають бути основними підйомами стимулювання інноваційної діяльності суб'єктів господарювання, становлять небезпечно малу частку в загальному обсязі кредитних вкладень у національну економіку.

Серед суттєвих чинників, що обмежують довгострокове інноваційне кредитування, слід назвати такі: високий рівень відсоткових ставок за банківські кредити; великий кредитний ризик, ризик зміни відсоткових ставок, ризик незбалансованої ліквідності; переважно поточний та короткостроковий характер банківських пасивів; низька ліквідність об'єктів застави, що можуть бути передані для забезпечення інноваційного кредиту; зацікавленість банків у кредитуванні господарських операцій із швидкою оборотністю грошових потоків; обмежена можливість рефінансування в НБУ.

Одним з перспективних джерел фінансування інноваційної діяльності на підприємствах, наприклад, хімічної галузі можуть бути також кошти іноземних інвесторів. Їх використання має ряд переваг порівняно з позичковим капіталом та іншими видами фінансово-кредитного забезпечення. Так, на відміну від позик і кредитів, не збільшуючи зовнішнього боргу держави, вони сприяють одержанню коштів для розвитку виробництва, зацікавлюючи в цьому безпосередньо іноземного інвестора. Вивезення прибутків, зароблених інвесторами завдяки їхнім внескам та участі у виробництві, є набагато меншою небезпекою, ніж повернення кредитів з відсотками.

Важливим інструментом стимулювання розвитку виробництва вважається надання державних гарантій за іноземними кредитними лініями, що значно полегшує вихід підприємств на ринок капіталів. Існують два діаметрально протилежні погляди на державні гарантії за іноземними кредитами:

- без таких гарантій неможливо підтримати вітчизняне виробництво через слабкість банківської системи України;

- необхідно зовсім відмовитися від іноземних кредитів чи накласти на них мораторій до стабілізації економічної й політичної ситуації.

Гарантії уряду забезпечують легший доступ до одержання кредитних коштів, тому вони є однією з форм субсидювання підприємств. Обсяг цієї субсидії можна оцінити виходячи зі зниження витрат підприємства на сплату відсотків за банківський кредит. У разі неповернення підприємством кредиту обсяг субсидії дорівнює сумі бюджетних витрат на його погашення й обслуговування. Такі випадки в умовах ринкової економіки практично виключені завдяки використанню процедури банкрутства.

Тобто, на перший погляд, надання державних гарантій при одержанні кредитів чи державної допомоги на їх обслуговування не порушує дії ринкового механізму: держава просто допомагає підприємствам отримати кредит на ринкових умовах. Однак з народногосподарського погляду це означає фінансування проєктів, які без участі держави не були б здійснені через високі витрати чи недостатню надійність. При обмеженості кредитних коштів це призводить до заміни (витіснення) рентабельних інвестицій.

Таким чином, втручання держави створює певні перешкоди для фінансування більш прибуткових проєктів, а отже, спотворює умови конкуренції і знижує загальну ефективність народного господарства.

Надання державних гарантій, як правило, базується на прийнятій системі пріоритетів. Вибіркова підтримка певних секторів економіки призводить до зміни відносних цін, а отже, і структури виробництва, яка в результаті такого втручання перестає відповідати пріоритету споживачів.

Досвід промислово розвинених країн свідчить про те, що надання державних гарантій, порівняно з іншими формами субсидювання, виявляється доцільним лише тоді, коли завдяки гарантіям на ринку залишаються ті підприємства, що мають шанси зберегти свою рентабельність протягом тривалого часу.

Надання державних гарантій, порівняно з іншими формами субсидювання підприємств, має дві важливі переваги:

- держава одержує можливість надавати підтримку підприємствам без використання бюджетних коштів;
- для підприємств необхідність повернення кредитів стає стимулом до максимально ефективного використання залучених коштів.



Однак в Україні реалії такі, що кредити під гарантію уряду не тільки не мають зазначених переваг, але навіть становлять серйозну економічну проблему, пов'язану з борговими зобов'язаннями держави. У процедурі надання гарантій беруть участь як мінімум 11 установ (міністерства економіки, фінансів, зовнішньоекономічних зв'язків і торгівлі, Фонд держмайна, банк-агент, назване Національне агентство, галузеві управління Кабінету Міністрів, центральний орган виконавчої влади відповідної галузі, незалежна організація, що здійснює цінову експертизу, інші інститути). Збільшення кількості учасників експертизи збільшує витрати на її проведення, але аж ніяк не підвищує ступеня обґрунтованості вибору інноваційного проекту.

Одним з найважливіших аргументів при виборі інноваційних проектів є їх відповідність пріоритетним напрямкам використання іноземних кредитів і розвитку економіки. Так, дотепер немає глибокого економічного обґрунтування пріоритетів на основі аналізу порівняльних переваг і реальних можливостей їх використання, а також тенденцій розвитку субсидованих галузей в інших країнах. Найчастіше пріоритетність пов'язується з необхідністю використовувати наявний виробничий потенціал, тобто впливає з минулого, а не орієнтується на майбутнє. Усе це збільшує ймовірність виключення ефективних проектів. Разом з тим, формулювання "окремі, надзвичайно важливі об'єкти" може служити підставою для будь-якого суб'єктивного рішення.

Таким чином, аналіз процедури надання державних гарантій свідчить, що вона має принаймні три серйозні недоліки, пов'язані з відсутністю чіткої відповідальності за прийнятті рішення, неринковою оцінкою майна, що не відбиває його реальної ліквідності, а також відсутністю надійного економічного обґрунтування пріоритетності використання іноземних кредитів.

Практика реалізації інноваційних проектів за кредитами під гарантію уряду свідчить, що підприємства пріоритетних галузей мають досить реальні шанси компенсувати зміну кон'юнктури (наприклад, цін на сировину, обмінного курсу, ринків збуту), що пов'язано з можливістю домогтися для себе спеціальних умов. Можливість одержати пільги для конкретного інноваційного проекту у процесі його реалізації за спеціальним рішенням уряду зводить нанівець твердість процедури й умов надання державних гарантій за іноземними кредитами.

Фактично багато підприємств не несуть відповідальності за повернення коштів і тому не зацікавлені в їх ефективному використанні. У першу чергу це стосується кредитів, що надаються на умовах погашення зовнішніх зобов'язань з бюджету з подальшим відшкодуванням витрат держави в національній валюті чи постачаннями продукції в державний резерв.

Бюрократична і непрозора процедура експертизи інноваційних проєктів має бути скасована. Комерційні банки і самі підприємства повинні взяти на себе відповідальність за експертизу проєктів і повернення кредитів, використовуючи для цього запропоновані у цьому підручнику методики визначення ефективності інновацій.

Альтернативою такого процесу може бути організація фінансування інноваційних проєктів без надання державних гарантій.

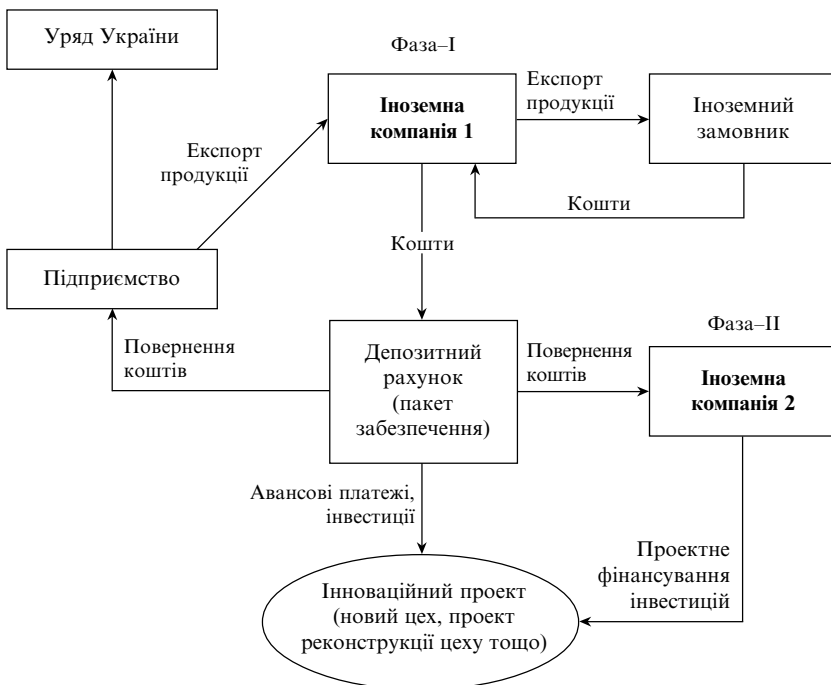


Рис. 54. Схеми організації фінансування інноваційних проєктів без надання гарантій уряду

У цьому випадку процес фінансування складатиметься з таких етапів:

1. Підприємство-позичальник звертається до уряду за підтримкою інноваційного проекту відповідно до політики держави стосовно пріоритетних напрямків розвитку економіки. Далі, за підтримки уряду, підприємство-позичальник має одержати від НБУ ліцензію на відкриття рахунку в третій країні і пільги на повернення валютних цінностей протягом більш як 90 днів (оскільки деякі види устаткування виготовляються і постачаються протягом тривалішого терміну).

2. Забезпечення оплати авансу, наприклад, 15 % (фаза-I). Кошти від експорту ліквідної продукції підприємства, що організовує іноземна компанія 1, надходять на рахунок у третій країні і використовуються для оплати 15 % авансу іноземній компанії 2, яка є виконавцем інноваційного проекту.

3. Іноземний банк під гарантії іноземної компанії 2 і пакету забезпечення у вигляді валюти, що надходить від продажу виробленої нової продукції, фінансує залишок вартості проекту (у нашому випадку — 85 %) (фаза-II).

Застосування такої схеми з урахуванням конкретних особливостей кожного з інноваційних проектів дасть змогу, на нашу думку, залучити необхідні кошти для розвитку інновацій, сприятиме розвитку іноземного кредитування.

Іншим альтернативним методом інвестування сфери нововведень у хімічній промисловості може стати придбання машин та обладнання в оренду. У світовій практиці такою формою оренди є лізинг, сутність якого полягає в одержанні орендарем від орендодавця у виключне користування на певний термін, обумовлений угодою, матеріальних цінностей, машин та обладнання з подальшою виплатою орендних платежів орендодавцю.

Лізинг сприяє скороченню циклу проектно-конструкторських робіт, освоєнню виробництва техніки нових поколінь, створюючи сприятливі умови для підтримки платоспроможного попиту на нове обладнання та устаткування. Це значною мірою прискорює процес впровадження у виробництво нових прогресивних видів виробів, підтримуючи конкурентоспроможність усіх учасників лізингової угоди.

Незважаючи на значне поширення у зарубіжній практиці цієї форми виробничого інвестування, у господарській системі України вона

використовується недостатньо. Закон “Про податок на додану вартість” не стимулює розвитку лізингу. На основі його використання при здійсненні фінансового прямого й зворотного лізингу відбувається подвійне оподаткування. Воно полягає в тому, що при передачі права власності на основні виробничі фонди за договором фінансового лізингу у лізингодавця виникає податкове зобов’язання, при цьому базою оподаткування є договірна ціна, що складається з вартості обладнання і суми податку з доданої вартості, яка була вже раніше сплачена лізингодавцем і пред’явлена лізингоодержувачу. Інакше кажучи, на суму раніше сплаченого податку з доданої вартості ще раз нараховується податок.

На нашу думку, виходом з цієї ситуації може бути законодавча зміна бази оподаткування, яка не повинна включати раніше сплачену суму податку з доданої вартості. Проте головним недоліком, гальмом українського законодавства з питань лізингу є те, що основним регулюючим параметром у лізингових угодах встановлено строк амортизації. У цьому питанні Закон “Про лізинг” суперечить чинному Закону “Про оподаткування прибутку підприємств”, згідно з яким оперативний і фінансовий лізинги можуть бути використані на строк, що не перевищує строку їх повної амортизації. Тобто, по суті, для фінансового лізингу нижня межа строку є нульовою.

Порядок нарахування амортизації, згідно із Законом “Про оподаткування прибутку підприємств”, встановлює мінімальний строк договору фінансового лізингу понад п’ять років для третьої групи основного капіталу і близько трьох — для другої, що ніяк не приваблює лізингодавців. Вважаємо за доцільне дозволити учасникам лізингової угоди самостійно встановлювати строк і метод нарахування амортизації на об’єкти лізингу.

Проведене нами вивчення структури та стану фінансових джерел інноваційної діяльності підприємств хімічної промисловості України дозволило визначити альтернативні варіанти фінансування, якими є довгострокове кредитування без надання державних гарантій та фінансовий лізинг. Вважаємо, що фінансовий лізинг є найбільш перспективним фінансовим інструментом, який має суттєві переваги перед кредитом.

У сучасних умовах ринкової трансформації часто виникають ситуації, коли підприємство не в змозі віддати перевагу тому чи іншому виду фінансування, вирішити, буде це якесь одне джерело чи кілька. Для оцінки вигідності однієї величини порівняно з іншою у фінансо-

вому менеджменті використовують два показники: ефект та ефективність. Вважаємо за доцільне рекомендувати їх для використання і при оцінці різних джерел фінансування інноваційних проектів. При цьому ефект від використання джерела пропонується оцінювати за формулою:

$$E = r_{\text{эф. } \kappa} - r_{\text{эф. min}},$$

де  $E$  — ефект,  $r_{\text{эф. } \kappa}$  — ефективна відсоткова ставка за весь строк інноваційного проекту  $\kappa$ -го джерела (до переліку джерел входять як окремі джерела, так і фінансування за допомогою комплексу джерел);  $r_{\text{эф. min}}$  — мінімальна ефективна відсоткова ставка в сукупності джерел. Розрахунок ефективної відсоткової ставки за кожним із джерел можна здійснити так:

$$r_{\text{эф}} = \frac{r_{\text{эф}}^{\hat{e}} \cdot \hat{e}}{\hat{e} - 1},$$

де  $\kappa$  — кількість джерел фінансування, що використовуються. Ефективність ( $E_{\text{ф}}$ ) від використання джерела визначимо за формулою:

$$E_{\text{ф}} = (r_{\text{эф. } \kappa} - r_{\text{эф. min}}) / r_{\text{эф. min}}. \quad (3)$$

Здійснити процедуру вибору оптимального джерела фінансування пропонуємо за допомогою алгоритму (рис. 1.4.2).

За результатами проведеного аналізу обмежень, список потенційних джерел фінансування коригується. Далі здійснюється розрахунок вартості їх залучення і вибір найкращого варіанта за двома критеріями — річною відсотковою ставкою та ефективною відсотковою ставкою за весь строк реалізації проекту.

Ліва частина алгоритму виляє собою вибір варіанта фінансування проекту за рахунок одного джерела, права — комплексним методом за рахунок комбінації джерел.

При фінансуванні проекту за рахунок одного джерела вибір оптимального варіанта здійснюється за критерієм  $\{r, r_{\text{эф}}\} \rightarrow \min$ . Тобто чим менша вартість залучення того чи іншого джерела фінансування, тим прийнятніша вона для підприємства.

Вибравши спосіб фінансування інноваційного проекту, необхідно порівняти витрати на його залучення ( $r$  та  $r_{\text{эф}}$ ) із задалегідь заданими

припустимими величинами  $r$  та  $r_{\text{еф}}$  за своїм проектом. Задані припустимі значення  $r$  та  $r_{\text{еф}}$  визначаються виходячи із середньозваженої ціни капіталу компанії. Таке зіставлення дає змогу оцінити прийнятність способу фінансування для цього проекту. Якщо  $\{(r, r_{\text{еф}})\} < \{(r, r_{\text{еф}})\}$  заданих, то робиться висновок про те, що аналізоване джерело придатне для фінансування проекту. Якщо ж навпаки, то це джерело виключається з переліку потенційних для фінансування.

Права частина алгоритму дає змогу вибрати спосіб фінансування проекту комплексним методом за рахунок комбінації джерел. Спочатку джерела фінансування, що входять у комбінацію, ранжуються за критерієм  $\{r, r_{\text{еф}}\} \rightarrow \min$  і розташовуються у порядку збільшення вартості їх залучення. Потім способи фінансування включаються у сукупність у порядку черги. Дешевші джерела мають більшу частку у загальній сумі залучених коштів. При включенні у загальну сукупність враховуються обмеження за кожним із джерел.

Потім розраховується вартість залучення комбінації джерел, порівнюються витрати за цим методом (аналогічно з фінансуванням за рахунок одного джерела) із заданими припустимими величинами за даним проектом. При цьому, якщо значення розрахованих величин менше заданих, то робиться висновок про те, що отримана комбінація джерел може бути використана для цього проекту. Якщо навпаки, то сформована комбінація є дорогою і невідною для проекту, тобто виникає необхідність у коригуванні переліку потенційних джерел. Можна змінити або частку джерела, або переглянути строки залучення.

Далі необхідно зробити вибір між комплексним методом і фінансуванням за рахунок одного джерела. Вибір робиться також за критерієм  $\{r, r_{\text{еф}}\} \rightarrow \min$ .

Вважаємо, що розглянутий алгоритм допоможе підприємствам вибрати оптимальне джерело фінансування для кожного інноваційного проекту, оскільки при цьому забезпечується вибір найбільш дешевого джерела фінансування з урахуванням існуючих обмежень. Практична реалізація викладених пропозицій і рекомендацій щодо застосування альтернативних джерел та алгоритму вибору оптимального варіанта дасть змогу удосконалити структуру механізму фінансування інноваційної діяльності з метою її подальшої активізації на підприємствах хімічної промисловості, а також сприятиме розвитку іноземного інвестування.

### **18.3. СПРЯМУВАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ НА ПОСИЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ. БЮДЖЕТНО-ПОДАТКОВА ПОЛІТИКА**

Бюджетна політика є інструментом реалізації фінансової політики держави на основі централізації частини прибутків суб'єктів господарської діяльності і розподілу їх відповідно до потреб і пріоритетів суспільства і завдань підтримки стабільності макроекономічної політики.

Метою бюджетної політики є:

- визначення оптимальної частки ВВП, що перерозподіляється через бюджети всіх рівнів і позабюджетні фонди;
- встановлення граничного розміру дефіциту державного бюджету, що фінансується за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел;
- створення умов для ефективної оборотності і розподілу фінансових ресурсів.

В основу всієї макроекономічної політики у теперішній та наступний періоди необхідно покласти узгоджені заходи уряду та НБУ щодо забезпечення надійної грошової стабілізації. Суттєве зниження інфляції та прогнозовану стабільність валютного курсу гривні слід розглядати як одну з визначальних передумов не лише досягнення прогнозованих параметрів економічного зростання, а й заощадження та нагромадження доходів населення. До відповідних завдань НБУ належить активне сприяння дедоларизації української економіки шляхом збільшення гривневих активів порівняно з вкладеннями в іноземних валютах.

Життєво важливим завданням фінансової політики уряду є також зміцнення фінансів суб'єктів господарювання, інших юридичних осіб та домашніх господарств. Без цього неможливо досягти реальної збалансованості державних фінансів.

В умовах України необхідно забезпечити:

- відчутне зниження податкового навантаження;
- розширення бази оподаткування;
- вирівнювання умов оподаткування для всіх платників податків за рахунок скасування пільг (особливо тих, що надаються за галузевими та територіальними ознаками);

- створення ефективної та прозорої системи адміністрування податків, узгодженої із забезпеченням прав і обов'язків платників податків та інших обов'язкових платежів.

У бюджетній політиці Уряд повинен:

- привести зобов'язання держави у відповідність з її ресурсами, забезпечити на цій основі реальну збалансованість та бездефіцитність державного бюджету;
- здійснити заходи, які забезпечили б прозорість бюджетного процесу та дієвий контроль за використанням бюджетних коштів на всіх рівнях;
- привести у відповідність з Бюджетним кодексом реформу міжбюджетних відносин;
- забезпечити надходження до бюджетів усіх рівнів тільки у грошовій формі;
- перевести місцеві бюджети на казначейське обслуговування;
- врегулювати кредиторську заборгованість державного бюджету;
- забезпечити своєчасність розрахунків за спожиті енергоносії на основі жорсткої політики енергозбереження у державній сфері.

Надзвичайно актуальним є утвердження ефективної системи управління державним боргом України, створення умов для її виходу на зовнішні ринки капіталу, продовження співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, зокрема, з питань реструктуризації боргу перед Паризьким клубом кредиторів. Усе це потрібно для зменшення боргової залежності держави.

Бюджетне фінансування слід використовувати лише для стратегічно важливих та пріоритетних галузей економіки держави. Це впливає з розгляду прямих засобів державного регулювання інвестиційної діяльності. Основними об'єктами такого виду фінансування є об'єкти, визначені на макrorівні Кабінетом Міністрів з подальшим затвердженням їх вищим законодавчим органом України — Верховною Радою України. Передумовою бюджетного фінансування є необхідність забезпечення економічної стабільності та незалежності держави, підтримання життєдіяльності головних галузей економіки, забезпечення державної безпеки, проведення структурної перебудови. Прикладом цього може бути бюджетне фінансування підприємств ВПК, які є державною власністю, а продукція цих підприємств не може використовуватися пересічним



громадянином. Водночас фінансування випуску продукції ВПК дає змогу забезпечити обороноздатність держави. А втім, це прибуткова стаття експорту країни.

Кредитування з бюджету можна здійснювати за тими ж критеріями, що й фінансування з бюджету, розмежовуючи їх за критерієм належності об'єкта до державного сектору. Держава може надавати гарантії інвесторам, спроможним ліквідувати інвестиційний ризик, який дає можливість підвищити мотивацію до вкладання коштів у проєкт з метою розробки та реалізації стратегічно важливих інвестиційних проєктів.

Для України найважливішою стала проблема створення максимально можливих обсягів бюджетного фінансування народного господарства. При вирішенні цієї проблеми необхідно враховувати як існуючу структуру бюджету, так і ту, що виникне після можливого її реформування. Основними формами фінансування дефіциту бюджету до 1997 р. в країні була грошова емісія у вигляді кредитів Національного банку та іноземних кредитів, а останніми роками дефіцит бюджету покривався неемісійним шляхом — випуском облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) з метою залучення інвестицій. Саме через це нагромадження боргу впливало на зростання процентних ставок за державними цінними паперами, а цей процес сприяв відпливу значної суми коштів (фінансово-кредитних ресурсів) з економіки і обмежував можливість кредитування реального сектору економіки. І хоч в Україні було офіційно проголошено політику лібералізації економіки, фіскальна функція держави, яка характеризує ступінь її втручання в економіку, насправді посилювалась. Посилення фіскальної функції держави відбувалося шляхом значного зростання податкового навантаження на вітчизняних товаровиробників і стало чи не найголовнішим чинником кризи в економіці, збільшення обсягів бартерних операцій, зниження обсягів промислового виробництва, збільшення обсягів тіньової економіки. І хоча на тлі економічного спаду відбувалося незначне скорочення дефіциту бюджету, видатки порівняно з обсягами ВВП мали стійку тенденцію до збільшення, що свідчить про необхідність змін у бюджетному процесі.

У видатковій частині бюджету з року в рік збільшувалася частка витрат на державне управління (3,4 % у 1999 р., 6,7 % у 2000 р.). Це є свідченням неефективного функціонування апарату управління на тлі економічного спаду. Бюджетне фінансування народного господарства за пріоритетними напрямками слід розглядати як державне інвес-

тування на незворотній основі, але напрямки бюджетного інвестування, які закладалися в бюджет, склалися іноді під впливом конкретної економічної ситуації, а іноді залежно від належності управлінців державної рівня до того чи іншого промислового клану.

Можна аналізувати різні статті видаткової частини державного бюджету, спрямовані на фінансування народного господарства. Це фінансування заходів щодо конверсії виробництва, реструктуризації вугільної промисловості. Держава спрямовувала свою підтримку паливно-енергетичним галузям, не приділяючи належної уваги машинобудуванню, металургії, хімічній, нафтохімічній промисловості, будівництву та ін. Це відбувалося на фоні різкого скорочення як централізованих, так і власних капіталовкладень підприємств, зношеності основних фондів, нерозвиненості банківсько-кредитної системи, фондового ринку.

Економічне зростання, на траєкторію якого виходить держава, значною мірою залежить від структури видаткової частини державного бюджету. Забезпечувати економічне зростання в державі має розвиток інфраструктури, що сприяло б приватним інвестиціям, розробка заходів щодо підвищення кваліфікаційного рівня трудового потенціалу, поліпшення складу трудового потенціалу населення, яке сприяє підвищенню продуктивності праці, розвитку адміністративної і правової систем для підтримки діяльності складного економічного механізму. Проблема досягнення раціональної структури видатків державного бюджету надзвичайно складна. Її необхідно вирішувати, скорочуючи обсяги видатків і, разом з тим, забезпечуючи хоча б мінімальний соціальний захист малозахисених верств населення.

Експерти МВФ, досліджуючи взаємозв'язок обсягів державних видатків і темпи економічного зростання, дійшли висновку, що видатки позитивно впливають на економічне зростання, якщо вони сприяють поліпшенню зміни розмірів капіталу у формі матеріальних активів, трудових ресурсів, технологій, ефективності використання ресурсів. Це спонукає до висновку про те, що державні видатки є вагомим фактором економічного зростання, але найсуттєвіше впливає не обсяг видатків, а саме їх структура.

Діючий бюджетний механізм регулювання економіки не можна вважати ефективним. Скорочення видаткової частини бюджету слід поєднувати з рівнями інфляції і в разі потреби зменшувати обсяги споживання, а не обсяги капіталовкладень. Збільшення обся-

гів внутрішніх заощаджень приведе до збільшення обсягів капіталовкладень і забезпечить економічне зростання держави.

Значним резервом розширення обсягів бюджетного інвестування народногосподарського комплексу України має стати перебудова структури бюджетних видатків, одним з напрямків якої є перегляд політики субсидій, соціального забезпечення та заробітної плати. Політика субсидій держави повинна базуватись на диференціації рівня доходів різних верств населення, оскільки менш забезпечені верстви населення витрачають порівняно більший обсяг своїх доходів, ніж високозабезпечені. Це дасть змогу значно скоротити надання різних субсидій і переорієнтувати вивільнені кошти на інвестиційні потреби.

Механізм фінансування закладів охорони здоров'я за час економічних перетворень майже не змінився, за винятком запровадження окремих категорій платних послуг, хоча обсяги коштів у сферу охорони здоров'я постійно скорочувалися. Реформування системи охорони здоров'я необхідне, по-перше, для підвищення якості медичних послуг, по-друге, для врахування диференціації доходів різних верств населення, які одержують ці послуги, і, по-третє, для вивільнення додаткових бюджетних коштів на інноваційні потреби.

Перегляд політики субсидій та механізму фінансування системи охорони здоров'я неможливий без реформування існуючої системи заробітної плати, яка залишається досить низькою, спричиняючи незначний платоспроможний попит, який безпосередньо прямо пропорційно впливає на рівень інвестиційної активності.

Лібералізація податкової системи здатна підвищити інвестиційну активність підприємств, що при одночасному вивільненні додаткових бюджетних коштів та спрямуванні їх на структурну перебудову економіки дасть змогу здійснити економічні реформи. Проведення реформи заробітної плати в Україні можливе лише за умови повної модернізації виробництва, запровадження новітніх технологій, адже заробітна плата має підвищуватися пропорційно збільшенню продуктивності праці. На сучасному етапі реформування економіки, коли ще недостатньо сформовано фінансовий ринок і банківську сферу, політика обмеження бюджетних витрат і сама бюджетна політика мають бути переорієнтовані від загального надання субсидій на виробництво до формування державної політики економічного зростання. У цих процесах державі відводиться заохочувальна роль.

В Україні методам державного регулювання як одним із засобів стимулювання інвестиційної діяльності не приділяється достатньої уваги. За час становлення незалежності не розроблено державної програми інвестиційно-інноваційного характеру. Розробка такої програми дала б можливість раціонально використовувати обмежені інвестиційні ресурси, визначати умови інвестиційної діяльності, регулювати розвиток економіки залежно від економічної кон'юнктури.

Таким чином, державне управління видатковою частиною бюджету є дієвим механізмом, засобом впливу на економічне зростання і підвищення інвестиційної активності. Аналогічним засобом, який може стимулювати або гальмувати інвестиційну діяльність, є посилення або послаблення фіскальної політики. Поглиблення економічної кризи в Україні, яке спостерігалось протягом останніх років, прагнення урядів, які постійно змінюються, подолати її шляхом дерегуляції і лібералізації економічних відносин, посилення податкового тиску свідчить про відсутність у державі дієвих ринкових механізмів, спрямованих на вихід з кризи і поживлення інвестиційної діяльності.

Податкову політику можна характеризувати як систему правил, відповідно до яких відбувається стягнення податків з учасників господарської діяльності (юридичних і фізичних осіб), резидентів і нерезидентів у бюджетну систему країни.

Метою податкової політики є забезпечення раціональних пропорцій між частиною сукупних первинних прибутків, що концентруються для подальшого перерозподілу в бюджетній системі, і частиною сукупних первинних прибутків, що залишаються в розпорядженні юридичних і фізичних осіб.

Розробка податкової системи, яка б стимулювала виробництво, особливо в умовах грошово-кредитної та банківської систем, є складним процесом. Податкова система має стати засобом створення сприятливих умов для вітчизняних товаровиробників. При цьому слід враховувати, що від моменту запровадження нової податкової системи, яка б включала зниження податкового навантаження, до економічного зростання минає два-три роки. Прямі податки, які прямо залежать від обсягів доходів, є більш виправданими, ніж непрямі, які не залежать від обсягів доходів. Податкова система в Україні недосконала, вона не сприяє економічному зростанню, відродженню вітчизняного товаровиробника та випуску конкурентоспроможної продукції. Діюче податкове законодавство України не несе в собі стимулюючої функції, а результатом його застосування є те, що майже половина, а в

деякі періоди (1992–1993 рр.) більше 2/3 податкових надходжень до бюджету склалися з податку на прибуток (доходи) юридичних осіб та податку на додану вартість (ПДВ), обсяг якого найчастіше перевищував обсяги надходжень до бюджету від податку на прибуток.

Світовий досвід свідчить, що в передових країнах зниження надходжень від податку на прибуток підприємств (компаній, корпорацій) відбулося внаслідок зниження ставок оподаткування, і це привело до активізації інвестиційних процесів. В Україні скорочення обсягів надходжень від податку на прибуток підприємств при незмінній ставці оподаткування сталося через падіння обсягів виробництва, а це, у свою чергу, призвело до зменшення обсягів прибутку підприємств. Значний податковий тиск сприяв виникненню таких негативних явищ, як приховування прибутків, тінізація та бартеризація економіки, що врешті-решт призвело до поширення непрямих податків.

Важлива роль в активізації інвестиційної діяльності засобами податкової політики належить загальному рівню оподаткування, ставкам окремих податків, які формують обсяги прибутків господарюючих суб'єктів та рівень цін у суспільстві. Податок на прибуток господарюючих суб'єктів та прибутковий податок з громадян є тими важливими податками, які безпосередньо впливають на активізацію або послаблення процесів інвестування в державі. Адже підвищення і якісна зміна структури доходів населення і розширення варіантів їх використання впливають на участь населення у процесі капіталоутворення. Через відповідну податкову політику може пригнічуватися схильність громади до заощадження коштів (за умов високих ставок прибуткового податку) або, навпаки, активізуватися (якщо ставки низькі), перетворюючись при цьому на інвестиції. Склалося враження, що введення в дію Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” привело до поживлення інвестиційної активності, бо він якраз і базується на засадах світового податкового кодексу. Але цей Закон недостатньо враховує умови перехідного періоду і більше придатний для розвинених країн. Недоліком Закону є застосування єдиної 30-процентної ставки податку незалежно від обсягів прибутку, тим більше, що економіка України є надмонополізованою і висококонцентрованою. Запровадження єдиної ставки податку не стимулює розвиток малого підприємництва. З метою стимулювання розвитку малого і середнього підприємництва ставку податку необхідно диференціювати залежно від рівня доходу.

Для України особливо актуальним у нинішніх умовах господарювання є питання диференціації ставок прибуткового податку залежно від пріоритетності галузей економіки та окремих підприємств. У передових країнах спостерігається тенденція ліквідації податкових знижок і застосування єдиної низької ставки оподаткування, що пояснюється необхідністю надання податковим системам нейтрального впливу на діяльність суб'єктів господарювання.

Наступним важливим податком, який безпосередньо впливає на інвестиційну діяльність, є прибутковий податок з громадян. В Україні законодавством встановлено чотири ставки прибуткового податку з громадян. Оподаткування населення за верхніми ставками є досить проблематичним, оскільки за низьких податкових ставок відбувається неадекватне забезпечення попиту, а тому існує проблема приховування високих прибутків, зберігання коштів за межами України. Такі тенденції зменшують потенційну можливість інвестування коштів громадян в економіку держави (через низький рівень заробітної плати та постійне підвищення цін), бо останніми роками схильність населення до заощаджень значно скоротилась, а більша частка доходів використовується на задоволення першочергових потреб. У разі збереження існуючої тенденції до зниження реальних доходів та підвищення цін частка доходів населення на забезпечення своєї життєдіяльності і надалі збільшуватиметься, зменшуючи тим самим схильність громадян до заощаджень. Без докорінної зміни системи оплати праці, яка не може відбутися без модернізації та впровадження новітніх технологій, найближчим часом навряд чи вдасться підвищити інвестиційну активність завдяки фінансовим ресурсам, що утворились внаслідок заощадження коштів населення через механізм банків та фондового ринку.

Гострим залишається питання стосовно впливу непрямих податків на інвестиційну активність. У нинішніх умовах за відсутності конкуренції та достатньої кількості на ринку товарів вітчизняного виробництва, при розбалансованому фінансовому господарстві непрямі податки ведуть до загального підвищення цін і є суттєвим чинником інфляції, бо переважно включаються в ціну товару як надбавка до неї (ПДВ, акцизи) або відносяться до витрат виробництва. Те, що в Україні непрямі податки переважають над прямими, можна пояснити такими причинами. По-перше, низьким рівнем податкової культури, що призводить до приховування прибутків, існування тіньової економіки. По-друге, тим, що низький рівень доходів переважної більшості

населення не дає можливості перемістити центр ваги на прибуткове оподаткування громадян, бо існує закономірність між рівнем доходів громадян та співвідношенням прямих і непрямих податків. Чим вищі доходи населення, тим більше поширені прямі податки, а отже, менше поширені непрямі, і навпаки.

У розвинених країнах ПДВ запроваджувався поступово і суб'єкти господарювання пристосувалися до нього, а в Україні цей податок було запроваджено одночасно, що в умовах економічного спаду призвело до різкого підвищення цін та згорання інвестиційної діяльності. У країнах, де діє ПДВ, він нараховується лише на додану вартість товарів, робіт, послуг, а в Україні базою оподаткування є повна вартість товару з урахуванням усіх податків та зборів.

У країнах з ринковою економікою застосовують стандартну, підвищену, занижену та нульову ставки ПДВ. Для підвищення стимулюючої ролі ПДВ в Україні необхідно запровадити його з диференціацією ставок для чіткого отримання пріоритетів розвитку, а також для більш раціонального розподілу товарів за соціальними групами населення. Зниженню цін на товари і послуги, підвищенню інвестиційної активності може сприяти поступова трансформація вартості товарів у бік підвищення частки оплати праці та у бік скорочення частки внесків на обов'язкове соціальне страхування і до Пенсійного фонду з подальшою переорієнтацією цих платежів з категорії непрямих у категорію прямих. У перспективі це дасть змогу перенести тягар окремих складових соціального забезпечення з бюджету на самих громадян.

На рівень інвестиційної активності прямо впливає комплекс податкових пільг для інвесторів. На результати прийняття рішень про інвестування суттєво впливає обсяг продукту, який передбачається одержати. Обсяг продукту безпосередньо залежить від ставки прибуткового податку, а тому найбільш поширені пільги застосовувались саме до оподаткування прибутку корпорацій. До основних пільг стосовно корпоративного податку належать: прискорена амортизація, інвестиційний податковий кредит, податковий кредит на дослідження, пільги на новостворені акціонерні товариства, пільги для стимулювання експорту, виключення з оподаткованого прибутку акціонерних товариств частки, яка розподіляється серед акціонерів (дивіденди), звільнення від оподаткування частки прибутку, що виділяється на фінансування наукових, резервних, благодійних фондів.

Інвестиційний податковий кредит, який широко використовують у західних країнах, є ефективним засобом стимулювання оновлення ос-

новних фондів. За своєю суттю інвестиційний податковий кредит є фінансуванням приватного бізнесу, а за змістом — це податкова знижка. Інвестиційний податковий кредит розраховується в процентах від вартості обладнання і віднімається від суми податку або доходу, що оподатковується.

У розвинених країнах світу з метою заохочення підприємців до фінансування власних наукових програм застосовується податковий кредит на дослідження, який дає змогу віднімати від податку на прибуток певну частину суми приросту власних витрат на НДДКР порівняно з аналогічними витратами у попередньому періоді.

В Україні законодавством не передбачено застосування ні інвестиційного податкового кредиту, ні податкового кредиту на дослідження. Було запроваджено пільги стосовно прибутку, який оподатковується у розмірі 50 % від діючої ставки податку протягом перших трьох років, від реалізації інноваційної продукції, якщо вона такою визнана відповідними установами.

Можливість отримання податкових пільг повинна визначитися окремим законодавчим актом для всіх господарюючих суб'єктів. Кількість податкових пільг потрібно істотно скоротити. Податкові пільги можуть надаватися лише з метою стимулювання виробничої та інвестиційної діяльності на початку становлення підприємств або в разі реалізації ними інвестиційних проектів.

Таким чином, можна констатувати, що реформування податкової політики в Україні треба спрямувати на створення конкурентоспроможного податкового режиму, який забезпечить збереження власного капіталу в межах держави, активізацію використання вільних коштів юридичних і фізичних осіб, а також взаємовигідні умови для залучення іноземного капіталу. Рекомендації щодо підвищення якісного рівня податкового режиму інвестиційної діяльності охоплюють два основних напрямки. Перший напрямок передбачає створення нормальних умов для функціонування господарюючих суб'єктів, а саме:

- забезпечення стабільності податкового законодавства;
- ліквідацію неоднозначності трактування окремих ситуацій різними нормативними актами;
- спрощення структури податків як у частині формування бази, так і в частині самого порядку нарахувань;
- спрощення порядку створення суб'єктів підприємницької діяльності і ліквідацію бюрократичних перешкод;



- обґрунтування надання податкових пільг (податкові канікули, ефективні податкові ставки);
- забезпечення регулювання сфери використання капіталу залежно від насиченості ринку певними товарами;
- залежно від економічної ситуації, яка склалася в Україні, регулювання співвідношення умов оподаткування вітчизняних і закордонних інвесторів;
- удосконалення регулювання зовнішньоекономічної діяльності;
- створення інфраструктури для ефективної інвестиційної діяльності;
- створення стимулюючих умов у сфері кредитно-фінансового регулювання інвестиційної діяльності;
- удосконалення земельного законодавства (визначення приватної власності на землю, купівля-продаж, оренда і плата за землю).

Другий напрямок, який стосується безпосереднього регулювання механізму обчислення податків, передбачає:

- приведення у відповідність вартості основних фондів, що використовуються, до діючого рівня цін (індексація, урахування інфляції);
- вдосконалення амортизаційної політики;
- вдосконалення методики дооцінки залишків товарно-матеріальних цінностей і незавершеного виробництва; вдосконалення регулювання орендних відносин;
- удосконалення обліку і звітності;
- перехід на універсальну з точки зору міжнародних стандартів систему.

Реалізація зазначених напрямків податкової реформи дасть змогу створити сприятливі умови для здійснення інвестиційної діяльності і виробничих процесів загалом.

#### **18.4. ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА В ІНВЕСТИЦІЙНО-ІННОВАЦІЙНОМУ ПРОЦЕСІ**

Значний вплив на рівень інвестиційної активності має грошово-кредитна політика держави, яка проводиться Національним банком України і в рамках якої можуть застосовуватись інструменти прямого державного регулювання. У цьому разі об'єктом регулювання ви-

ступає грошова маса, яка у відповідних співвідношеннях з основними макроекономічними показниками позитивно або негативно впливає на економічне зростання в країні та на рівень інвестиційної активності. Суб'єктом грошово-кредитної політики є НБУ, який здійснює грошову емісію за допомогою арсеналу засобів, а саме ставки рефінансування, норми обов'язкових резервів, операцій на відкритому ринку та валютних інтервенцій і впливає на рішення суб'єктів господарювання про доцільність інвестування.

Грошово-кредитна політика — це політика держави, спрямована на:

- оздоровлення всієї фінансової та грошової системи;
- зменшення темпів інфляції та стабілізацію споживчих цін;
- стабілізацію обсягів виробництва;
- підвищення реальних доходів населення;
- скорочення дефіциту державного бюджету;
- упорядкування торгово-платіжного балансу;
- зменшення дотацій населенню та підприємствам;
- створення спеціального стабілізаційного фонду для підтримки дієспроможності гривні.

В перші роки після здобуття незалежності держава за рахунок бюджетних коштів підтримувала збиткові підприємства замість проведення політики структурних перетворень та грошової приватизації. Такі заходи підтримки вітчизняного товаровиробника здійснювалися на фоні розвитку інфляційних процесів. Результатом стало виникнення значних обсягів дефіциту державного бюджету, який перекривався за рахунок емісії НБУ, що прискорило інфляцію і призвело до деформації у пропорціях грошової маси. Протягом 1992–2000 рр. відбувалося збільшення грошової маси, і насамперед — за рахунок готівки в обігу, наслідком чого стала гіперінфляція у 1993 р.

З плином часу структура грошової маси зазнала значних змін, які вплинули на інвестиційні процеси. Для характеристики грошової маси, як правило, використовуються агрегати  $M1$ , грошова база  $Mh$  (гроші поза банками плюс резерви банків), які визначають інфляційні процеси та інфляційні очікування. До грошового агрегату  $M2$  належать строкові вклади в національній валюті та кошти в іноземній валюті. Грошовий агрегат  $M3$  містить ще й кошти за транзовими операціями банків та цінні папери власного боргу банків. Два останні агрегати відповідають функції грошей як засобу нагромадження і регулюють обсяги інвестиційної діяльності. У 1992–2000 рр. в Україні

більше як утричі збільшилася частка готівки в агрегаті *M2* за рахунок скорочення частки грошей на поточних та строкових депозитах. Ці процеси призвели до зменшення потенційних джерел інвестиційних ресурсів. Порівняно з обсягами ВВП останні постійно і відчутно зменшувались. Це призвело до відставання темпів зростання кредитної активності.

Безпосередній вплив на рівень інвестиційної активності справляє ступінь розвитку банківської системи, можливості кредитування та обсяги фінансових ресурсів окремих банків, їх регіональна концентрація та інші чинники, які залежать від грошово-кредитної політики, що проводиться в країні. Разом з тим, фінансовий потенціал більшості комерційних банків недостатній для інвестиційного забезпечення значних за обсягами проєктів та програм.

При мінімальній кількості проєктів та максимальній їх вартості, що пояснюється високою вартістю обсягів фінансових ресурсів банку, значно підвищується ризик збанкрутувати внаслідок невдалої реалізації проєкту.

Фактор високого ризику і низька кредитоспроможність позичальників змушує банки підвищувати процентні ставки, що обмежує попит на кредити.

Останнім часом спостерігається тенденція до зниження ефективності роботи банків. Таке становище банків пояснюється браком синхронізації банківської системи з курсом соціально-економічних змін у державі, з низькими темпами нарощування обігових коштів, відірваністю від фінансування реального сектору економіки. Така ситуація призвела до того, що вільні фінансові ресурси спрямовуються не на розвиток реального сектору економіки, а на більш прибуткові фінансові ринки, тобто посилюється відрив фінансового сектору від реального сектору економіки. Якщо не відбувається передача коштів від фінансового сектору до реального і немає надійних стимулів до інвестування, то політика банків як найбільш впливового каналу мобілізації та перерозподілу фінансових ресурсів починає діяти в автономному режимі.

Однією з високоприбуткових і малоризикованих операцій банків була купівля ними ОВДП, оскільки процент за ними високий, а виплата гарантувалась державою. Отримуючи прибутки, комерційні банки спрямовували кошти на купівлю більших обсягів ОВДП, обмежуючи тим самим кредитування економіки, бо ці прибутки не поверталися в економіку. Із зменшенням довіри до ОВДП комерційні банки з власної ініціативи припинили використовувати ці операції.

Через спад виробництва, який хоч і уповільнився, але все ще тривав до 1999 р., світову фінансову кризу, падіння курсу національної валюти фінансовий стан банківської системи погіршився, зменшивши можливості довгострокового кредитування економіки. Найближчим часом політика держави повинна бути спрямована на збільшення ресурсів фінансової системи і надання їм інвестиційної спрямованості. Держава може також впливати на інвестиційну активність, відшкодовуючи процентні виплати за кредити під інвестиційні проекти у пріоритетних галузях.

Пропозиція грошей у країні залежить від грошової бази, її збільшення впливає на величину доходів, зниження процентної ставки і підвищення курсу акцій та інвестицій. Чим нижчою є норма резервування, тим більше зростають обсяги кредитування і пропозиція грошей.

Інвестиції поєднані з пропозицією грошей і ставкою процента. Вони характеризують попит на позичкові кошти, які можна придбати у населення як депозити або в банках як кредити. Тому важливим важелем регулювання кредитного ринку є облікова ставка НБУ, яка визначає процентну ставку комерційних банків. Облікова ставка — це рівень процента чи ціна, за якою банк надає кредити комерційним банкам і проводить облік цінних паперів при здійсненні операцій на вторинному ринку.

Облікова ставка — це ціна, за якою гроші емітуються при їх первинному створенні НБУ. Цим визначається регулююча функція банку в грошово-кредитній політиці, яка полягає у стримуванні чи прискоренні процесів створення грошової маси. Рівень облікової ставки безпосередньо впливає на емісійні кошти. Високий рівень облікової ставки гальмує попит комерційних банків і попит на кредити в країні. Зміна облікової ставки НБУ свідчить про зміни грошово-кредитної політики і є головним індикатором для комерційних банків при встановленні ставок за кредити та депозити.

Основними методами впливу на економічні процеси за допомогою процентної ставки є грошова емісія та грошова рестрикція.

Грошова емісія — це розширення участі держави на фінансовому ринку через викуп своїх боргових зобов'язань та заохочення банків до нових кредитів за допомогою зниження облікових ставок. Якщо рівень інфляції в країні низький, то результатом такої політики є короткострокове зниження ринкової процентної ставки, збільшення обсягів інвестицій та споживчого попиту.

Політика грошової емісії є досить обмеженою, ефективною вона є лише за умов, коли рівень обсягів виробництва значно нижчий за можливий. Лише в цьому разі збільшення пропозиції грошей і зниження реальної процентної ставки спричинить зростання інвестицій і майже не вплине на рівень цін. Практика значної грошової емісії застосовувалась в Україні в 1992–1994 рр. У подальшому почали використовувати засоби грошової рестрикції, які проявились у підвищенні облікової ставки відповідно до рівня інфляції, підвищенні норм обов'язкових резервів. Вища за номінальну реальна процентна ставка є наслідком стабілізаційної політики, яка базується на обмеженні первинних резервів комерційних банків. Висока процентна ставка пожвавляє приплив вкладів у банк без збільшення обсягів кредитних операцій. Прибутки банківського сектору скорочуються за рахунок підвищення дохідності депозитних операцій. Відбувається відтворення доінфляційної структури грошового капіталу в ринковій економіці та її формування в перехідній — саме в цьому закладено сутність процентної ставки в механізмі дії політики стримування інфляції.

Для економічного зростання та підвищення інвестиційної активності важливого значення набуває проблема зниження інфляції до певного рівня, а також інші заходи, застосування яких дасть змогу навіть при значному підвищенні цін досягти економічного зростання. Це можливо у разі здійснення політики контрольованої інфляції при одночасній структурній перебудові економіки через реалізацію інноваційно-інвестиційних проєктів.

У формуванні інвестиційної активності важливу роль відіграє структура джерел інвестицій за секторами економіки, яка відображена в рахунку капіталу системи національних рахунків, окремі елементи якого змінюються під дією грошово-кредитної політики держави. Джерела інвестицій формуються за рахунок чистих заощаджень та капітальних трансфертів. Частка капітальних трансфертів в Україні незначна. Їх основним компонентом залишились чисті заощадження. Важливим складовим елементом структури інвестиційних джерел можуть стати заощадження населення. Саме на це треба направити регулюючу роль держави. Залишки у вигляді строкових депозитів становлять інвестиційний потенціал населення. Порівняно з обсягами капіталовкладень цей потенціал скорочувався, але залишався досить вагомим. І якби його вдалося використати, то спад інвестиційної активності не був би таким катастрофічним.

Перелік та вплив засобів державного регулювання на інвестиційну діяльність можна продовжити формуванням лізингових відносин в Україні. Лізинг є формою непрямого державного регулювання. Переваги лізингу: можливість розширення виробництва при обмежених фінансових ресурсах, можливість викупу обладнання лізингоутримувачем при залишковій вартості після закінчення лізингової угоди, зменшення ризиків, пов'язаних з експлуатацією обладнання. Для становлення лізингу треба одночасно проводити стимулюючу бюджетно-податкову і грошово-кредитну політику. В Україні для становлення лізингу необхідно розробити державну програму розвитку лізингу, яка б визначала правові рамки існування лізингу як різновиду інвестиційної діяльності, а також містила комплекс заходів для технічного переозброєння підприємств і нових компаній. У податковому кодексі бажано було б передбачити зменшення ставки прибутку при оподаткуванні лізингових операцій, а також зменшення ПДВ при наданні лізингових послуг. Банкам необхідно рекомендувати зменшення або скасування податку на прибуток при наданні довгострокових кредитів під реалізацію лізингових контрактів. Грошово-кредитну політику держави бажано спрямувати на сприяння розгортанню мережі спеціалізованих банків, компаній фондів, які б займалися лише лізинговими послугами на пільгових умовах оподаткування та одержання державних кредитів. З метою проведення єдиної лізингової політики бажано створити Державний лізинговий комітет (фонд) — самостійний державний орган виконавчої влади, на який можна покласти розпорядчо-координаційні функції.

Проведення грошово-кредитної та валютної політики передбачає визначення та відображення:

- основних напрямів, завдань, пріоритетів грошово-кредитної політики з урахуванням завдань фінансової та економічної стабільності;
- засобів і заходів регулювання грошово-кредитного ринку, що застосовуються для реалізації основних напрямів та завдань грошово-кредитної політики;
- характеристики основних показників грошово-кредитної політики (грошової бази, грошової маси, рівня інфляції, рівня монетизації економіки, облікової ставки Національного банку України та рівня кредитних і депозитних ставок комерційних банків, доступності кредитів, залишку загальної заборгованості за кредитами в національній та іноземній валютах);

- характеристики кредитної діяльності Національного банку України та комерційних банків (обсяги кредитування за видами кредитів, у тому числі питома вага довгострокових кредитів, обсяги залучених коштів населення до банківської системи, спрямованість кредитних ресурсів за галузями економіки, джерела збільшення кредитних ресурсів);
- характеристики валютно-курсової політики та основних її показників (динаміки офіційного обмінного курсу гривні, режиму фіксованості обмінного курсу гривні, обсягів зовнішніх запозичень за напрямками фінансування, обсягів вкладів капіталу нерезидентів у фінансовий ринок України, обсягів офіційних валютних резервів Національного банку України, порядку і обсягів здійснення валютних інтервенцій Національного банку України для підтримки гривні, обсягів виплат з обслуговування зовнішнього боргу, сальдо торговельного балансу);
- заходів щодо реформування та зміцнення банківської системи, підвищення ролі банківської системи у кредитуванні реального сектору економіки, в тому числі за галузями.

Грошово-кредитна та валютна політика розробляється з урахуванням основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України на наступний рік.

Основними завданнями грошово-кредитної та валютної політики передбачається:

- стабілізація обмінного курсу;
- підтримка низьких темпів інфляції;
- розвиток банківської системи;
- розвиток валютного ринку;
- ремонетизація економіки насамперед за рахунок строкових депозитів підприємств, організацій та фізичних осіб;
- заохочення комерційних банків до довгострокового кредитування підприємств, організацій та населення;
- розширення безготівкової сфери розрахунків;
- розширення мережі обігу цінних паперів та вдосконалення системи торгівлі ними;
- лібералізація оборотності капіталів та створення передумов для інтеграції України у міжнародні фінансові ринки.

З метою виконання перелічених завдань грошово-кредитної та валютної політики органи державної влади та управління в галузі інсти-

туціональної та фіскальної політики мають здійснювати такі основні заходи:

- контроль за розміром дефіциту держбюджету, зменшення його обсягу за рахунок скорочення витратної частини (з одночасним запровадженням касового методу фінансування витрат, тобто здійснення витрат за наявності фактичних грошових надходжень до бюджету), що, у свою чергу, потребує проведення податкової реформи з метою усунення надмірного податкового тиску на внутрішні суб'єкти економічної діяльності та скорочення частки ВВП, яка розподіляється через бюджет (до 25–30%), перегляду номенклатури та обсягів пільг, які надаються підприємствам, організаціям та населенню з метою їх скорочення; скасування індексації витрат підприємствам та організаціям, які фінансуються з бюджету або перебувають у державній власності, — це дасть змогу усунути інфляційний тиск на внутрішніх ринках, зменшити інфляцію та вартість кредитів, активізувати інвестиційний процес та підвищити кредитний рейтинг України на міжнародних фінансових ринках і, як підсумок — прискорити реформування економіки та дещо поліпшити стан соціальної сфери за рахунок підвищення реальної заробітної плати;
- послідовне зменшення прибутковості державних цінних паперів (ОВДП) і доведення її до рівня на 2–5% річних більше за рівень інфляції (для облігацій зі строком погашення до 1 року) та на 4–8% річних більше (для облігацій зі строком погашення понад 1 рік) з одночасною гарантією безумовної і вчасної сплати всіх зобов'язань щодо нових емісій державних цінних паперів, що забезпечить їх обіг на вторинному ринку цінних паперів за рахунок збільшення привабливості та ліквідності, розширить можливості реального сектору економіки та сприятиме зменшенню кредитування комерційними банками та іншими фінансовими установами кредитних ставок і вартості заборгованостей; реструктуризація ОВДП у напрямку збільшення частки довгострокових облігацій (більше 1 року) дасть змогу зменшити тиск на видаткову частину держбюджету в період тимчасового відносного скорочення його дохідної частини, викликаного реформуванням податкової системи;
- спрощення порядку випуску корпоративних облігацій та усунення обмежень на випуск облігацій акціонерними товариствами з метою створення умов для оперативного залу-



чення капіталу на розвиток підприємств і поповнення їх обігових коштів;

- послідовне здійснення лібералізації зовнішньоекономічної діяльності, що, поряд з іншими позитивними наслідками, сприятиме посиленню авторитету національної валюти та, за певних умов, збільшенню нагромадження валютних резервів. Здійснення цього пакета заходів дасть змогу активізувати зовнішньоекономічну діяльність, сприятиме встановленню оптимальної структури цін на українську продукцію та ефективній підтримці саме тих виробників, які цього потребують.

Заходи грошово-кредитної та валютної політики мають бути спрямовані на:

- посилення контролю за динамікою грошової маси для досягнення її відповідності реальним змінам ВВП, що дасть змогу усунути необґрунтоване зростання грошової маси, яке, без відповідного реального забезпечення, призведе до зростання темпів інфляції або нагромадження інфляційного потенціалу;
- зменшення питомої ваги грошових агрегатів з високою ліквідністю (готівка в обігу ( $M0$ ), кошти на поточних і розрахункових рахунках ( $M1$ )) у грошовій масі ( $M3$ ) для оптимізації структури грошової маси та підвищення рівня керованості нею;
- встановлення максимально можливого фіксованого орієнтованого режиму обмінного курсу гривні щодо не окремої валюти (долара США), а кошика валют чи колективної валюти;
- запровадження вузького діапазону змін обмінного курсу гривні та подальше посилення активності НБУ на валютному ринку з метою усунення різких коливань курсу та дотримання оголошеного діапазону.

При визначенні ступеня фіксованості обмінного курсу гривні слід знайти компромісне рішення між максимальною стабілізацією гривні (режим фіксованого обмінного курсу) та неможливістю витрачання офіційних валютних резервів Національного банку України (режим гнучкого обмінного курсу) відповідно до конкретних умов розвитку економіки.

Фіксація обмінного курсу сприятиме стабілізації національної грошової одиниці, розвитку грошового, валютного та фондового ринків за рахунок зменшення їх ризикованості та послаблення ажіотажного попиту на іноземну валюту. Проте чим більшим буде ступінь фіксації

обмінного курсу, тим більший Україна матиме ризик втрати офіційних валютних резервів для його підтримки, особливо за відсутності реального економічного зростання.

Відмова від фіксації обмінного курсу гривні усуне необхідність витрачання валютних резервів для його підтримки. Водночас, за відсутності передумов для стабілізації обмінного курсу з боку реального сектору економіки та збільшення ажіотажного попиту на іноземну валюту як на актив, відбуватиметься дестабілізація фінансових ринків. Це відбуватиметься через різке збільшення питомої ваги спекулятивних операцій та погіршення загальноекономічної ситуації, втрату купівельної спроможності національної валюти та пов'язану з цим втрату гривнею таких функцій грошей, як засобу нагромадження та засобу платежу.

Досягнення стабільності номінального обмінного курсу національної валюти України щодо кошика валют провідних економічно розвинених країн світу (СДР, євро) усуне тимчасові спалахи очікувань зростання інфляції та знецінення гривні, які значною мірою посилюють ажіотаж на грошовому і валютному ринках, впливають на підвищення кредитних ставок та гальмують розвиток реального сектору економіки.

Поступове зменшення облікової ставки НБУ і доведення її рівня, вищого від рівня інфляції у річному обчисленні на 3–4 відсоткові пункти, з метою активізації кредитування, в тому числі довгострокового, сприятиме зменшенню відсоткових ставок за кредити, підвищенню рівня доступності кредитів, поліпшенню фінансового стану підприємств, поживаленню виробництва.

Підтримка необхідної ліквідності комерційних банків допоможе забезпечити їх стабільність, довіру до них з боку вкладників та можливість оперативного реагування самих банків на зміни тенденцій і процесів в економіці України.

Розширення мережі застосування розрахунків за допомогою кредитних карток при розрахунках за товари і послуги дасть можливість підвищити ефективність регулювання грошового обігу та використання грошової маси.

Укладання відповідних угод з країнами Східної Європи про проведення торгів з гривні в цих країнах та їх валют в Україні для зміцнення позицій гривні в Європі та активнішої участі України у світових інтеграційних процесах, розширення мережі валютних бірж, проведення на них операцій з “м'якими” валютами, а також збільшення кі-

лькості бірж, що торгують похідними фінансовими інструментами (ф'ючерси, опціони тощо), відкриття нових валютних бірж у західному та східному регіонах України дасть змогу активізувати валютний ринок у цих промислових регіонах і проводити валютні операції суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності за вигіднішим обмінним курсом, вибираючи ту біржу, курс на якій сприятливіший. Використання для розрахунків з партнерами з країн Східної Європи їхніх національних валют збільшить обсяги міжнародної торгівлі. Проведення безпосередньої конвертації гривні в "м'які" валюти дасть можливість заощадити кошти, які втрачаються при застосуванні подвійного обміну за посередництва вільноконвертованої валюти. Розширення ринку торгівлі похідними фінансовими інструментами дасть змогу ефективніше перерозподіляти та використовувати тимчасово вільні кошти.

Виконання зобов'язань перед МВФ та Світовим банком щодо здійснення послідовної політики, спрямованої на зменшення рівня інфляції та стабілізацію грошового обігу для оздоровлення національної економіки, окрім загального позитивного впливу на економіку, сприятиме офіційній реструктуризації боргу України перед цими організаціями.

За рахунок зміцнення довіри до гривні з боку резидентів та нерезидентів, зменшення дефіциту державного бюджету та утримання інфляції на рівні, що не заважає діловій активності, відбудеться збільшення обсягів інвестицій в економіку України, частки довгострокових капіталовкладень та залучення іноземних кредитів, що має привести до зростання національного виробництва.

Послідовне і неухильне виконання таких заходів сприятиме подоланню кризових явищ під час трансформації економіки України та створенню надійних передумов для стійкого економічного зростання.

Основними заходами щодо розвитку фондового ринку на сучасному етапі можуть бути:

- поліпшення ситуації на ринку облігацій внутрішніх державних позик;
- розвиток інфраструктури фондового ринку України; розвиток ринку корпоративних цінних паперів;
- вдосконалення законодавства з розвитку фондового ринку;
- вдосконалення системи торгівлі цінними паперами;
- ширше запровадження вексельної форми розрахунків між суб'єктами господарської діяльності та банківськими установами;

- чітке визначення функцій національної депозитарної системи й контролю за їх виконанням, створення системи моніторингу фондового ринку України;
- забезпечення постійного інформування населення про стан справ на фондовому ринку через засоби масової інформації;
- вихід України на міжнародні фінансові ринки капіталу.

Доцільно вжити термінових адміністративних заходів антикризового характеру, що стосуються активного залучення фізичних осіб до придбання державних цінних паперів з метою збільшення частки внутрішніх джерел для фінансування тимчасових та системних бюджетних дефіцитів.

Участь НБУ на первинному ринку державних цінних паперів повинна обмежуватися сумою визначеного дефіциту державного бюджету, який має фінансуватися за рахунок кредитної емісії. На вторинному ринку державних цінних паперів Національний банк, за відповідних умов, повинен здійснювати операції з метою регулювання грошової маси в обігу та забезпечення реальної вартості цінних паперів як важливого індикатора економічного розвитку.

## **18.5. ІННОВАЦІЙНА СПРЯМОВАНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ**

Розвиток науково-технічного процесу (НТП), що особливо прогресував останніми роками, спричинив нову хвилю інвестування в підприємства, установи та об'єднання, які займаються розробкою нових технологій, методів виробництва чи навчання і пошуком нових шляхів діяльності та вдосконалення наявних. Цей процес пов'язаний з такою сферою економічної діяльності, як інновації та їх роллю в залученні іноземних інвестицій у національну економіку.

Уперше це поняття було застосовано в літературі в наукових працях відомого економіста І. Шумпетера “Теорія економічного розвитку” (1912 р.) та “Капіталізм, соціалізм і демократія” (1942 р.). На думку цього автора, інновація є головним джерелом прибутку. За його словами, “без розвитку немає прибутку, а без прибутку немає розвитку”, з чого випливає, що прибуток є наслідком інновації, яка змушує підприємця запроваджувати нові інновації і забезпечує його необхідними для цього коштами. Висловлюючись економічними термінами, підприємець авансує певну частину власного чи залученого капіталу

з метою одержання прибутку в майбутньому. Відомий дослідник процесів міжнародної конкуренції М. Портер зазначає, що в стратегічних аспектах інновації включають не лише нові технології, а й нові шляхи та методи здійснення, по суті, простих речей. Це, за його словами, може виражатись у новому дизайні продукції, новому виробничому процесі, новому підході до маркетингової діяльності, новому шляху організації чи навчання.

Ще у 1977 р. комісія сенату США констатувала, що в найближчому майбутньому питання науки і технології заслуговуватимуть на більшу увагу, ніж будь-який інший елемент національної політики.

Характерною особливістю здійснення інновацій або інноваційного процесу є насамперед його ризиковий характер. За деякими розрахунками, ймовірність втілення нової ідеї в новому продукті досягає лише 8,7 %. Згідно з іншими даними, комерційний успіх будь-якого нововведення становить близько 10 %, що змушує потенційного інвестора обережно ставитись до запропонованих йому об'єктів вкладення коштів.

Досвід провідних країн світу засвідчує, що державна інноваційна політика спрямована насамперед на створення сприятливого економічного клімату для здійснення інноваційних процесів і її основною метою є поєднання науки із завданнями виробництва. Вона охоплює такі моменти, як підготовка наукових та інженерних кадрів, запровадження програм розвитку інноваційного бізнесу, співробітництва між великими корпораціями та університетами або науково-дослідними установами.

Заходи державного регулювання інноваційної діяльності поділяються на прямі та непрямі. До перших зараховують адміністративно-відомчу (передбачає пряме дотаційне фінансування, згідно із законами про сприяння інноваціям) та програмно-цільову форму державного регулювання (передбачає контрактне фінансування інновацій шляхом державних цільових програм підтримки нововведень, надання фірмам спеціальних кредитних пільг тощо).

Метою непрямих методів регулювання інноваційної діяльності є створення сприятливого загальногосподарського та соціально-економічного клімату. До цих методів входить лібералізація податкового та амортизаційного законодавства, запровадження спеціальних законодавчих норм щодо права на інтелектуальну власність, а також створення соціальної інфраструктури, яка охоплює формування єдиної інформаційної системи в межах країни. Розглянемо в загальних

рисах основні тенденції державної інноваційної політики провідних країн світу. Виокремлюють дві найбільш характерні її моделі — американську та японську.

В умовах масового технічного переозброєння та модернізації промислового виробництва на базі нової техніки і глобалізації економіки особливого значення набувають державні програми залучення інвестицій. Як скравим прикладом цього є якраз економіка США, де впроваджуються великомасштабні економічні програми в галузі фінансування та організації наукових розробок і досліджень такими установами, як Національний науковий фонд, Бюро стандартів, Міністерство оборони, НАСА, Міністерство енергетики та ін. Американська модель інноваційної політики передбачає виокремлення технологічного пріоритету і цільове державне фінансування пріоритетної галузі. Як свідчить статистика, в США державне фінансування НДДКР є досить значним і становить близько 3,5 % ВВП.

Надання пріоритету технологічним інноваціям передбачає також японська модель, але акцент тут робиться на конкретніших технологіях, розвиток яких стимулюється з метою поступового переходу всієї економіки на нові технології. Доцільність ризику реалізації інноваційних проектів японські менеджери розраховують не лише за критерієм окупності, а й використовують інші кількісні та якісні оцінки. Прогнозується не тільки довгостроковий вплив інвестицій на засоби автоматизації та інформаційні технології, на продуктивність праці, а й вплив на матеріальну зацікавленість персоналу, культуру виробництва та трудові взаємовідносини.

Однак підходи та критерії оцінки ефективності капіталовкладень неоднакові. Наприклад, у США та Великобританії особлива увага приділяється використанню тимчасово вільних коштів на реалізацію короткострокових програм, тоді як у Японії акцент робиться на ефективності довгострокових капіталовкладень. Як уже зазначалось, японські менеджери приділяють особливу увагу якісним оцінкам, вважаючи, що вкладати гроші у високотехнологічні процеси слід якомога швидше через моральне старіння обладнання. Японські фірми змінюють методи та критерії довгострокового інвестування на різних його етапах і в міру проведення програм комплексної автоматизації встановлюються вищі нормативи рентабельності. Крім того, більша увага приділяється аналізу можливих технологічних змін та їх впливу на життєвий цикл продукту. Щодо здійснення прогнозних розрахунків, то японські менеджери у разі неможливості передбачити довго-

строкову динаміку якогось показника користуються не складними економіко-математичними моделями, а приблизними кількісними та якісними методами оцінки.

Цікавим є також досвід такої країни, як Великобританія. Її економіка, як і економіка США, характеризувалась високою питомою вагою державних витрат на військово-промисловий комплекс, які становили близько 50 % від загального обсягу НДДКР. Витрати на НДДКР у цій країні становили близько 3 % від ВВП. На початку 80-х років було розроблено програму приватизації промислових підприємств та науково-дослідних установ, які на той час прагнули одержати додаткове бюджетне фінансування, а не задовольняти потреби ринку. З часом внаслідок такої приватизації інноваційна діяльність на цих підприємствах активізувалась, що сприяло більшим обсягам залучення інвестиційних ресурсів. Крім цього, у Великобританії діє державна програма надання субсидій підприємствам, згідно з якою підприємці мають можливість відшкодування до 50 % витрат на здійснення інновацій.

Досвід Франції у фінансуванні інновацій засвідчує, що механізми фінансової допомоги тут діляться на такі чотири категорії: 1) допомога через систему оподаткування, тобто шляхом пільгового амортизаційного режиму; 2) пряма фінансова допомога у двох формах: узгоджені дії через фонд науково-технічних досліджень і субсидювання дослідно-конструкторських розробок; 3) допомога у вигляді держзамовлень; 4) допомога через пільгове кредитування.

Країни, які володіють новітніми технологіями, мають ті переваги, що саме ці технології є найважливішим елементом науково-технічного прогресу, від розвитку якого, у свою чергу, залежить добробут народу. Країни, що не мають новітніх технологій, залишаються слаборозвиненими. Відсутність новітніх технологій позбавляє такі держави можливості мати конкурентну продукцію навіть в умовах достатніх інвестицій. У кращому разі в ці країни переносяться ланки технологічних ланцюжків, невідгідні для інших держав, у гіршому — в них розвиваються сировинні виробництва. В цих умовах країна втрачає переваги структурних трансформацій, що забезпечують економічне зростання і конкуренцію на світових ринках.

Наприкінці XX ст. стало очевидним, що рівень розвитку і динамізм інноваційної сфери — науки, наукомістких галузей і компаній, світових ринків технологій — створює основу стійкого економічного зро-

стання. Технологічний прогрес не тільки змінив масштаби і структуру виробництва індустріально розвинених країн, а й суттєво вплинув на добробут населення.

У розвинених країнах нині надзвичайно розвинений процес перетворення винаходів і наукових результатів в успішний технологічний бізнес. Обсяги експорту наукомісткої продукції такі: в США — близько 700, у Німеччині — 530, у Японії — 400 млрд дол. на рік.

У США найвища норма прибутковості спостерігається у сфері комп'ютерних послуг і програмного забезпечення — 21,2 % (для порівняння: в Японії цей показник — 4,9 %, а в європейських країнах — 21,3 %).

Саме цим, а також відносно низьким рівнем витрат на заробітну плату забезпечується висока конкурентоспроможність японських товарів, що значно дешевші за американські і європейські. Передусім це стосується продукції високотехнологічних галузей — радіоелектроніки, автомобіле- і суднобудування. В Україні за часів централізованої економіки було встановлено норму прибутковості для нової техніки на рівні 15 % (як нормативу економічної ефективності). Це приблизно відповідає рівню прибутковості інвестицій у Європі і США, де середні значення норм прибутку становлять відповідно 15,1 % і 14,1 %. В Японії цей показник значно нижчий — на рівні 5,4 %.

Інвестиційна політика промислово розвинених країн світу на сучасному етапі характеризується двома основними рисами: по-перше, збільшенням обсягу інвестицій у наукомісткі і такі, що визначають науково-технічний прогрес, галузі і виробництва; по-друге, високою питомою вагою капіталовкладень, що спрямовуються на модернізацію і реконструкцію традиційних галузей економіки на основі новітніх досягнень науки і техніки.

Розвиток економіки відбувається за рахунок нових наукомістких виробництв і галузей. Прискореними темпами в них оновлюється основний капітал. Ці галузі і виробництва характеризуються низькою матеріаломісткістю продукції. Мініатюризація відбувається, як кажуть японці, під девізом “робити легше, витонченіше, коротше і менших розмірів”. Швидко відбувається здешевлення електронної техніки (на одиницю корисного ефекту). Це й забезпечує її широке впровадження в усіх інших галузях виробництва.

Розвиток старих традиційних галузей великою мірою визначається застосуванням нових технологій, що базуються на використанні інформаційно-електронної техніки.



Інтенсифікація виробництва, з одного боку, опирається на зміни в його структурі, а з іншого — викликає серйозні зміни в характері міжгалузевих зв'язків. Так, за 1985–1995 рр. темпи розвитку японської економіки становили 4,2 % на рік, потреби у сталі залишилися на рівні 1985 р., а в нафті зменшилися на 18 %. Основна причина цього, на думку японських фахівців, — електронна революція. За той самий період зростання електроніки і пов'язаних з нею галузей становило 14 % на рік, виробництво інтегральних схем збільшилося у 380 разів.

У США з 1985 по 1994 р. темпи приросту промислової продукції становили 2,6 %, а виробництво наукомістких галузей (комп'ютерів, мнотехнічної техніки, засобів зв'язку, медичних інструментів і устаткування) збільшилось на 12 % за рік. Водночас обсяг сукупного виробництва в таких традиційних галузях, як суднобудування, сільськогосподарське машинобудування, чорна і кольорова металургія, будівництво, добувна промисловість і перевезення на залізничному транспорті, знизився з 1984 по 1995 р. на 38 %. У промисловій продукції частка наукомістких галузей збільшилася в США з 33 % у 1980 р. до 39 % у 1987 р. і на 43 % у 1995 р., у Японії відповідно — з 31 % до 36 % і 41 %, у ФРН — з 23 % до 31 % і 36 %.

Таким чином, фундаментальним положенням сучасного соціально-економічного і політичного менеджменту є визнання того, що нині науково-технологічні інновації відіграють вирішальну роль у формуванні і підвищенні конкурентоспроможності виробництва.

У свою чергу, проблема підвищення конкурентоспроможності в усьому розмаїтті її аспектів стосується практично всіх сторін життя суспільства й у зв'язку з цим постійно перебуває в центрі уваги державних діячів і ділових кіл усіх розвинених країн світу. У США, наприклад, при президентові створено відповідний спеціальний комітет, а в 1988 р. конгрес США прийняв “Комплексний закон про торгівлю і конкурентоспроможність”.

Аналіз розвитку інноваційної політики провідних країн світу дає змогу виокремити такі напрями підвищення конкурентоспроможності продукції для фірм, промислових асоціацій, державних організацій або країн: підвищення продуктивності праці та якості продукції за рахунок вдосконалення виробництва й технічних нововведень; поліпшення підготовки та перепідготовки кадрів; розвиток методів стратегічного планування, управління, НДДКР та інвестиційних програм; підвищення якості проектування нових виробів; ефективне запровадження програм конверсії виробництва;

поліпшення якості споживчого сервісу та якості ремонтно-технічного обслуговування; розвиток прогресивних видів виробництва та експортної бази.

Аналіз стану розвитку інноваційної діяльності в Україні дає змогу зазначити, що останніми роками понад 80 % промислових підприємств не займаються інноваційною діяльністю. До здійснення інвестицій найбільш сприйнятливими виявилися великі промислові підприємства з кількістю працівників від 10 до 25 тис. Проте у 2000 р. намітилася тенденція посилення інноваційної активності у промисловості. Протягом 2000 р. роботи, спрямовані на підвищення технічного рівня виробництва і продукції, здійснювало 1491 промислове підприємство, що на 8,4 % більше, ніж у 1999 р., їх питома вага у загальній кількості підприємств збільшилася з 13,5 до 14,8 %. Найбільша сприйнятливість до інновацій спостерігалась на підприємствах авіаційної, медичної, суднобудівної, скляної та фарфоро-фаянсової промисловості, хімічного, нафтового, тракторного та сільськогосподарського машинобудування, електротехнічної промисловості, чорної металургії, де частка інноваційно активних підприємств становила 24–47 %.

Порівняно з 1999 р. помітно активізувалась ця робота також на підприємствах медичної та електронної промисловості. Найпоширенішим напрямом інноваційної діяльності залишається оновлення продукції. Порівняно з 1999 р. кількість освоєних нових видів продукції перевищила 20 % і становила 15,3 тис. найменувань, у тому числі товарів народного споживання — 2,5 тис. При цьому кожний третій вид нової продукції виготовлено підприємствами легкої промисловості, кожний четвертий — підприємствами харчової, кожний шостий — підприємствами машинобудування та металообробки. У 2000 р. тривала робота з впровадження прогресивних технологічних процесів. Протягом року у промисловості використано 1,4 тис. нових технологічних процесів, кожний третій з яких — ресурсозаощаджувальний. Переважну частину прогресивних технологічних процесів використано на підприємствах машинобудування та металообробки. Активізувалась також діяльність щодо впровадження сучасного технологічного устаткування та засобів механізації. Кількість підприємств, що займалися механізацією та автоматизацією виробничих процесів, порівняно з 1999 р. збільшилась майже на 5 %. Більш активно у цьому напрямку працювали підприємства паливної промисловості та чорної металургії.

За пріоритетами вкладання коштів іноземними інвесторами перше місце займає харчова промисловість, друге — внутрішня торгівля, а далі — машинобудування і металообробка.

Втім, рівень використання інновацій вкрай незадовільний. В Україні проблема конкурентоспроможності вітчизняної продукції є значно гостріша, ніж у промислово розвинених державах. Про це свідчать, зокрема, результати аналізу статистичних даних Держкомстату України й ООН, виконаного фахівцями Інституту прогнозування НАН України. Нині Україна має низький рівень конкурентоспроможності машинно-технічної та іншої наукомісткої продукції (тільки в 1,8 % створених зразків їхній технічний рівень перевищує світовий); незначні розміри експортного потенціалу (експорт продукції, що припадає на душу населення в Україні, становить 0,2–0,3 тис. дол. США, у той час як у розвинених країнах — 2,0–5,6 тис. дол.); низький рівень “інтелектуалізації” експорту (у структурі експорту України більш як 80 % становить сировина і напівфабрикати).

Узагальнення вітчизняного і зарубіжного досвіду у вирішенні завдань щодо досягнення конкурентоспроможності виробництва свідчить, що ця проблема за своєю важливістю і складністю належить до національних проблем, які повинні вирішуватися на всіх рівнях управління економікою, і насамперед — на державному.

Однак в Україні дотепер не виконуються на національному рівні будь-які спеціальні заходи для вирішення цієї проблеми. Немає закону, що регламентував би правові основи зусиль щодо підвищення рівня конкурентоспроможності вітчизняної продукції і послуг на різних рівнях управління. Більше того, Україна не має не тільки спеціального закону про конкурентоспроможність, а навіть концепції державної політики щодо забезпечення конкурентоспроможності і відповідної програми уряду, які визначали б основні цілі, напрямки, принципи, форми і методи її здійснення, а також необхідність створення відповідної законодавчої й інституційно-організаційної бази державної підтримки і стимулювання підвищення рівня конкурентоспроможності вітчизняної продукції (послуг).

Застосування високих технологій передбачає широке використання патентних інновацій (винаходів, промислових зразків, корисних моделей). Вони є внутрішнім стимулом виробництва, що дає можливість зробити перехід від застарілої технології до нової, прискорює технологічний та економічний розвиток і зростання добробуту населення. Однак поглиблення економічної кризи, спад виробництва,

ігнорування вимог НТП на всіх рівнях господарювання призвели до глибокої кризи у сфері науково-технічної діяльності, до занепаду винахідницької творчої активності в Україні. Сучасний стан винахідництва не відповідає ані потребам, ані ресурсам України. Країна поступово втрачає найцінніше багатство — інтелектуальний потенціал. Так, тільки за 1985–1997 рр. кількість винахідників і раціоналізаторів скоротилася з 1 млн 27 тис. до 48 тис. — більше ніж у 21 раз. Кількість фахівців науково-технічного профілю становить близько 50 % від рівня 1991 р.

Водночас ефективне використання патентних інновацій — важливий чинник технологічних змін і переозброєння виробничої бази всіх галузей економіки.

За останні роки в Україні майже 90 % використаних у промисловості винаходів, промислових зразків, корисних моделей тощо було освоєно в таких базових галузях, як машинобудування і металообробка (до 40 %), металургійна промисловість (до 20 %), хімічна і нафтохімічна промисловість (10 %), харчова (до 17 %), легка промисловість (до 5 %).

З кінця 80-х років функціонування науково-технічної сфери України здійснюється за несприятливих соціально-економічних умов, які ще більше погіршилися в перехідному періоді вітчизняної економіки протягом 1992–1998 рр. Загострення макроекономічних проблем як на рівні країни, так і на рівні підприємств та організації практично виключили науку зі сфери державних пріоритетів. Заходи щодо приватизації, лібералізації цін, організації зовнішньоекономічної діяльності, інвестування економіки здебільшого відособлені від проблем технологічного відновлення основних фондів виробництва, розширення випуску наукомісткої конкурентоспроможної продукції, підвищення добробуту населення і якості життя.

І через те, що ці процеси тривають, наявний науково-технічний потенціал країни значною мірою залишається без попиту, науково-технічна діяльність продовжується не завдяки, а всупереч сучасним тенденціям соціально-економічного розвитку України, що в комплексі справляє негативний вплив як на безпосередній стан наукового потенціалу, так і на економіку країни в цілому.

До пріоритетних напрямків інноваційної політики в розвинених країнах світу, спрямованих на оптимізацію науково-технологічних показників, належать:

- розробка й удосконалення нормативно-правового забезпечення інноваційної діяльності, механізмів її стимулювання, системи ін-

ституційних перетворень, захист інтелектуальної власності в інноваційній сфері;

- створення системи комплексної підтримки інноваційної діяльності;
- розвиток інноваційної інфраструктури, включаючи систему експертизи, фінансово-економічну систему, виробничо-технологічну підтримку, систему сертифікації розробок, систему підготовки кадрів;
- розвиток малого інноваційного підприємництва за допомогою формування сприятливих умов для створення й успішного функціонування малих високотехнологічних підприємств і надання їм державної підтримки на початковому етапі діяльності;
- удосконалювання конкурсної системи вибору інноваційних проєктів і програм;
- вибір порівняно невеликої кількості найважливіших базових технологій, що мають вирішальний вплив на підвищення ефективності виробництва і конкурентоспроможності продукції;
- впровадження технологій подвійного використання.

Розроблені й активно використовуються такі методи реалізації інноваційної політики:

- формування інституційних і законодавчих умов для позитивних змін в інноваційній сфері;
- державна підтримка і стимулювання інвесторів, що вкладають кошти в наукомістке, високотехнологічне виробництво, за рахунок запровадження податкових пільг, державних гарантій і кредитів;
- удосконалювання податкової системи з метою створення сприятливих умов для інноваційної діяльності;
- зовнішньоекономічна підтримка, що передбачає створення умов для формування спільних з іноземними партнерами підприємств з випуску національної наукомісткої продукції і її реалізації на зовнішньому ринку;
- забезпечення в іноземних кредитних лініях квот для розвитку інноваційної інфраструктури;
- консолідація зусиль органів державної влади і приватних інвесторів;
- розвиток лізингу наукомісткого унікального устаткування;
- виділення прямих державних інвестицій для реалізації інноваційних програм і проєктів, що мають загальнонаціональний характер.

Науково-технічна політика в промисловості розробляється за трьома найважливішими напрямками:

- орієнтація виробництва на випуск нових промислових товарів;
- орієнтація виробництва на швидке технічне відновлення продукції;
- орієнтація виробництва на випуск промислових товарів, що користуються попитом.

Таким чином, оцінювання тенденцій розвитку світового господарства дає підстави стверджувати, що основним завданням розвитку економіки України найближчим часом є трансформація моделі економічного зростання (перехід до інноваційного типу розвитку) і зміна характеру розвитку — з мобілізаційного на революційний з урахуванням глобальних змін на міжнародному ринку. Значення такої трансформації залежить від комплексу проблем, розв'язуваних у світі за допомогою інновацій. Насамперед — це завершення структурної перебудови економіки і прискорення темпів економічного зростання, досягнення високої конкурентоспроможності на світовому ринку за допомогою забезпечення необхідних темпів відновлення продукції і технологій, збільшення експорту високотехнологічної продукції в його загальній структурі, поступове забезпечення необхідних темпів імпортозаміщення, ефективного використання всіх необхідних ресурсів — матеріальних (у тому числі фінансових), природних, людських.

Стратегію науково-технічного розвитку в Україні потрібно спрямовувати на подолання технологічної багатоукладності й випереджаюче формування виробництв п'ятого технологічного укладу, а отже вона повинна передбачати:

1. Вибіркову ліквідацію і реконструкцію виробничих процесів третього укладу з метою відповідності потребам нових укладів. Реалізація цього напрямку є необхідною умовою подолання технологічного відставання економіки і пов'язаних із ним диспропорцій, що перешкоджають економічному розвитку країни.
2. Розвиток найбільш перспективних виробництв четвертого укладу з метою ефективного насичення попиту на їх продукцію і забезпечення матеріально-технічних передумов наступного технологічного укладу. З огляду на відсутність виробництва продукції цього укладу в Україні і світову тенденцію зниження цін на неї доцільною може бути орієнтація на імпорт готових виробів замість організації її виробництва в нашій країні. У розвитку технологічних ланок четвертого укладу варто орієн-

туватися на вже нагромаджений досвід імітаційно-ліцензійного підходу, що його використовували Японія і ФРН. Цей підхід передбачає реалізацію таких стратегій: експлуатаційно-технологічного освоєння, технологічного відновлення, технологічного розміщення, продуктового експорту, поетапного ініціювання нововведень.

3. Пріоритетне, суворо вибіркоче, орієнтоване на нагромадження конкурентних переваг розвитку виробництво п'ятого технологічного укладу, якщо нині в Україні уже вступив у стадію росту з високими і стабільними темпами розширення виробництва. Першочерговий розвиток виробництв, у яких Україна має відносні конкурентні переваги, з метою ефективної інтеграції країни в міжнародний поділ праці і скорочення нееквівалентності зовнішньоекономічного обміну. Це в перспективі повинно створити передумови для своєчасного формування виробництв наступного укладу і забезпечення на цій основі переходу країни до розвинених держав. Цей напрямок ґрунтуватиметься на стратегії створення і реалізації власних інновацій з визначенням пріоритетів науково-технічного розвитку.

Функцію формування умов максимального сприяння підвищенню пріоритетів науково-технічного розвитку повинен виконувати організаційно-економічний механізм реалізації пріоритетних напрямків НТП, що оптимально поєднає економічні й адміністративно-правові форми та методи державного регулювання.

На особливу увагу в цьому плані заслуговують галузі високих технологій в Україні — літакобудування, ракетобудування, комп'ютерна техніка, суднобудування, телекомунікації, біотехнології та ін. Вони можуть стати базовими галузями складних виробничо-територіальних технологічних комплексів, що реально претендують на стійкий вихід на світовий ринок. Розвиток такого роду комплексів на чолі з підприємствами-лідерами повинен стати основним змістом цільових комплексних програм і загалом програми соціально-економічного розвитку України на перспективу.

Крім того, на національному рівні необхідно:

- зробити постійним елементом податкового законодавства податкові пільги з інвестицій у наукові дослідження і розробки, передбачивши при цьому можливість прискореної амортизації для новітнього устаткування і технологій, що визначають перспективні напрямки технічного розвитку;

- розвивати способи просування технологічних інновацій за допомогою підвищення ступеня відкритості економіки у сфері освоєння нових методів господарювання і прийомів управління, а також за допомогою проведення цілеспрямованої цінової політики на кінцеву продукцію “молодих” галузей;
- сприяти становленню і широкому впровадженню венчурних фондів сприяння розвитку підприємств малих форм у науково-технічній сфері;
- вдосконалювати системи держзамовлень з можливістю залучення іноземного капіталу;
- створювати технопарки та дослідні центри;
- здійснювати пряме та непряме фінансування НДДКР на підприємствах.

З метою залучення іноземних інвесторів до співпраці з українськими підприємствами необхідно доповнити існуючу законодавчу базу і розробити нову, таку, яка б передбачала пільги для інвесторів, які мають намір вкладати кошти саме в розвиток наукомістких галузей. Скажімо, в Росії існує кілька фондів підтримки інноваційних заходів за сприяння великих іноземних позичальників. Засновниками Російського технологічного фонду, метою діяльності якого є фінансування науково-технічних розробок, є Європейський банк реконструкції та розвитку, Ротшильд-банк та Хамбрус-банк з Великобританії, фінський національний фонд досліджень “Сітро”.

Нарешті, враховуючи значну питому вагу в економіці України підприємств військово-промислового комплексу, на яких у багатьох випадках і зосереджено наукомісткі виробництва і передові технології, особливу увагу необхідно приділити розробці механізму використання технологічних досягнень ВПК у цивільній сфері на основі інтеграції цих секторів економіки.

За експертними оцінками, передача технологій з військово-промислового сектору економіки в цивільний дасть змогу досягти економії коштів тільки за рахунок того, що відпадає необхідність у багатьох НДДКР, за рахунок розширення випуску технологічного устаткування, створення нових матеріалів — до 55 % усіх цільових витрат у цій сфері; тільки витрати на наукові розробки можна буде скоротити на 15–25 %.

Правильний вибір пріоритетів державної науково-технічної політики і правильно сформульоване державне замовлення галузевій науці матимуть важливе значення в ефективному використанні науково-



технічного потенціалу військово-промислового комплексу при відновленні промислової бази України на сучасному етапі економічних реформ.

Окрім зазначеного доцільно зосередитись на розробці програм підтримки венчурних фірм, передбачити законодавчо закріплене право користуватись досягненнями НДДКР суб'єктам інноваційної діяльності. Враховуючи зарубіжний досвід, необхідно зосередитись на створенні передумов для розвитку інноваційного бізнесу, зокрема через створення інноваційних банків, фондів, системи ринків цінних паперів, які мають забезпечити функціонування інноваційної діяльності на підприємствах і в такий спосіб збільшити обсяги інвестицій в економіку держави.

## **18.6. МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ЗДІЙСНЕННЯ ФІНАНСОВОЇ ОЦІНКИ ІННОВАЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ**

Для порівняння та відбору інноваційних проектів використовують різноманітні показники. При цьому показників — як абсолютних, так і відносних — для аналізу якості інноваційних проектів може бути дуже багато, і чим глибший цей аналіз, тим ширший склад показників, за якими порівнюють проекти.

Для розрахунку економічних показників, які використовують у процесі відбору проектів, застосовують кілька кількісних методів. Більшість із них пов'язані з фінансовими аспектами проектів і базуються на використанні кошторисно-фінансових показників. У процесі дослідження виявлено, що кількісні методи частіше застосовуються в малих дослідних закладах, ніж у великих. Це, безсумнівно, є наслідком вищої питомої ваги розробок у програмах досліджень невеликих дослідних закладів.

Фінансові чинники відіграють більшу роль у показниках оцінки проектів, ніж науково-технічні, хоча останні (прогнози витрат, потреби в кадрах та ймовірності наукового успіху) можуть бути визначені достатньою точно. Однак трапляється, що науково-технічні фактори у процесі відбору проектів відіграють важливішу роль, ніж та, яка переважно відводиться їм.

Незалежно від того, чи використовуються кількісні методи, є деякі суттєві питання, які повинні остаточно вирішуватись лише на основі

досвіду й інтуїції особи, яка здійснює відбір. Серед найбільш важливих суб'єктивних міркувань, очевидно, можна назвати ставлення до проекту вищого керівництва, ентузіазм і добросовісність дослідників, наукову кваліфікацію, можливість залучення кадрів та інтуїцію керівництва підприємства.

На етапі інвестиційного забезпечення інноваційних підприємницьких проектів обґрунтовують обсяги інвестування, джерела надходження інвестицій, можливість залучення конкретних інвесторів тощо. При інвестуванні доцільно орієнтуватись на теперішню і майбутню вартість капіталу, що сприятиме врахуванню ризиків і захисту інвестицій. Виходячи з цього, інноваційні підприємницькі проекти треба спрямувати на вирішення таких завдань, як забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства за рахунок підвищення ефективності його діяльності. Це економічне зростання забезпечується завдяки розробці і впровадженню у виробництво інноваційних підприємницьких проектів, у процесі чого реалізується довгострокова стратегічна діяльність підприємства і отримання максимального рівня доходів (прибутків) від розробки і реалізації інноваційних підприємницьких проектів. При цьому прибуток є основним узагальнюючим фінансовим показником, який характеризує результати, отримані не тільки від інвестицій, вкладених у розробку та реалізацію інноваційних проектів, а й від усієї господарської діяльності підприємства.

### ***МІНІМІЗАЦІЯ ПІДПРИЄМНИЦЬКИХ РИЗИКІВ, ПОВ'ЯЗАНИХ З РОЗРОБКОЮ І РЕАЛІЗАЦІЄЮ ІННОВАЦІЙНИХ ПІДПРИЄМНИЦЬКИХ ПРОЕКТІВ***

Підприємницькі ризики дуже різноманітні, вони характерні для всіх форм підприємницької діяльності та напрямків інвестування. При прийнятті управлінських рішень, пов'язаних з реалізацією окремих інноваційних підприємницьких проектів, потрібно значно обмежити підприємницькі ризики і пов'язані з ними фінансові витрати, забезпечити фінансову стійкість і платоспроможність підприємства. Цей напрямок діяльності пов'язаний з вилученням фінансових ресурсів у великих розмірах і, як правило, на тривалий період, що може призвести до зниження платоспроможності підприємства за поточними господарськими операціями, до несвоєчасного виконання боргових зобов'язань перед партнерами, державним бюджетом тощо, тобто ство-

рити передумови для банкрутства. Тому при формуванні фінансових джерел, необхідних для розробки і реалізації інноваційних підприємницьких проєктів, слід заздалегідь прогнозувати, як це вплине на фінансову стійкість підприємства.

Багато уваги треба приділити знаходженню шляхів прискорення реалізації інноваційних підприємницьких проєктів. Запропоновані до реалізації проєкти повинні бути виконані у найкоротший термін, виходячи з таких міркувань. По-перше, прискорення термінів розробки і реалізації інноваційних підприємницьких проєктів сприяє прискоренню економічного розвитку підприємства загалом, по-друге, чим швидше реалізується програма розробок і впровадження інноваційних підприємницьких проєктів, тим швидше формується додатковий грошовий потік у вигляді прибутку від інвестицій та амортизаційних відрахувань.

Сучасні ринкові умови розвитку економіки України потребують, щоб при розробці та подальшому впровадженні у виробництво результатів інноваційних підприємницьких проєктів враховувалося також конкурентне середовище, в якому перебуває підприємство. Так, у працях А. В. Козаченко, М. П. Афанасьєва, М. Г. Долинської та І. А. Соловійова зазначається важливість цього питання для підвищення конкурентоспроможності кожного підприємства. Конкурентне середовище характеризується комплексом взаємопов'язаних факторів. Кожний із цих факторів діє не ізольовано, а в тісному взаємозв'язку. Процес впливу кожного фактора на формування конкурентного середовища є досить складним, а іноді вони суперечать один одному. Дію цих факторів на інтенсивність конкурентної боротьби, на її стан детально розглянуто в праці А. В. Козаченко.

Проблема порівняння витрат на реалізацію інноваційних підприємницьких проєктів і результатів, отриманих від їх впровадження, потребує подальших наукових досліджень і прикладних розробок, оскільки вона пов'язана з фінансовим ризиком. Докладніше ризики інноваційних проєктів ми розглянемо далі.

Спроби обґрунтування кошторису на розробку і реалізацію інноваційних підприємницьких проєктів спричинилися до появи складних формул і моделей. Деякі з них знайшли практичне застосування в умовах промислових досліджень і використовуються для визначення суми коштів, які асигнуються на науково обґрунтовані розробки. Найпоширеніші з них — метод зворотного розрахунку, метод розрахунку прибутковості капітальних вкладень, методи, що базуються на співвідношеннях і тенденціях, методи дослідження операцій та ін.

Метод зворотного розрахунку як спосіб адекватності кошторису на розробку і реалізацію проектів запропонував Ральф Х. Менлі. Загалом він виходить з передумови, що кінцевий прибуток повинен становити суму, достатню для покриття витрат на ці роботи, на будь-які нові спори й устаткування, необхідні для виробництва і збуту нової продукції. Щоб виконати зворотний розрахунок, потрібно насамперед оцінити ці фактори, а потім, після врахування максимального періоду окупності, визначити кошти, необхідні, згідно з логікою, на розробку і реалізацію інноваційних підприємницьких проектів.

Метод зворотного розрахунку найкраще використовувати в розробках або дослідженнях прикладного характеру. Цей метод порівняно простий і не дуже відрізняється від загальноприйнятих методик складання кошторису.

Другий метод — метод розрахунку прибутковості капітальних вкладень — часто використовують для загальної перевірки кошторисних заявок на розробку і реалізацію інноваційних підприємницьких проектів. Він базується на формулі прибутковості капітальних вкладень. Ця формула звичайно використовується в дослідних роботах на рівні підприємств, керівники яких затверджують кошторисні заявки відділів та підрозділів з розробки цих проектів. Формула, на якій базується цей метод, має вигляд:

$$P_0 - C_{\text{пп}} = J_n \cdot \text{НП}, \quad (1)$$

де  $P_0$  — очікуваний річний прибуток для компенсації витрат на розробку і реалізацію інноваційних підприємницьких проектів, грн.;  $J_n$  — загальні річні інвестиції на розробку і реалізацію інноваційних підприємницьких проектів, грн.; НП — бажана річна норма прибутковості капіталовкладень, %;  $C_{\text{пп}}$  — сумарні річні витрати на розробку та реалізацію інноваційних підприємницьких проектів, грн.

Сутність формули (1) полягає в тому, що очікуваний дохід, який залишився після покриття вартості розробки і реалізації інноваційного проекту, повинен забезпечити бодай мінімальну норму прибутку на інвестиції. Якщо перенести фактор прибутку в праву частину і поміняти знаки, то дістанемо:

$$C_{\text{пп}} = P_0 - J_n \cdot \text{НП}, \text{ грн.} \quad (2)$$

Формулу (2) можна використовувати для загальної перевірки кошторису на розробку і реалізацію інноваційних підприємниць-

ких проектів підприємства. Її корисність для такої перевірки підтверджують й інші дослідники, які займаються проблемами розробки і реалізації науково обґрунтованих проектів. Використання формули (2) дає відповідь на питання про те, скільки коштів слід вкласти в розробку і реалізацію інноваційних підприємницьких проектів протягом року без втрат для норми прибутковості. При цьому керівники підприємств мають звернути основну увагу на те, щоб дослідна програма не виходила за встановлені для неї кошторисні межі.

Одним із можливих способів задоволення потреби в більш об'єктивному методі розрахунку оптимальної суми коштів, які необхідно витратити на розробку і реалізацію інноваційних підприємницьких проектів, є визначення співвідношень і тенденцій між вартістю науково-дослідних обґрунтувань і контрольованою часткою ринку, торговельними витратами, капітальними та іншими незалежними змінними. Метод, що базується на співвідношеннях і тенденціях, запропонували Бертон В. Дін та С. С. Сингупт.

Для оцінки інновацій і відбору інноваційних проектів можна також використовувати співвідношення обсягів реалізації нової і старої продукції, яке для зручності можна показати у вигляді відношення загальних обсягів реалізації до реалізації обсягів старої продукції. Розрахунок загального валового доходу, отриманого від реалізації нової продукції у цьому році, і загального валового доходу від продукції, вдосконаленої і випущеної на ринок у наступні роки, дасть змогу отримати цифри, необхідні для розрахунку співвідношення сукупних обсягів реалізації і старих обсягів реалізації продукції.

Відношення у часі між витратами на науково-дослідне обґрунтування інноваційних підприємницьких проектів і доходами від реалізації продукції встановити важко. Сьогоднішні науково-дослідні обґрунтування проектів можуть дати результати у вигляді нової продукції у майбутньому, через кілька років або взагалі ніколи. Щоб отримати приблизне співвідношення між витратами на наукові дослідження і обсягами реалізації нової продукції, порівнюють відношення сукупних обсягів реалізації щодо старих обсягів реалізації і сукупні витрати на науково-дослідне обґрунтування інноваційних підприємницьких проектів.

Інноваційні підприємницькі проекти оцінюють також за допомогою перспективного аналізу. Перспективний аналіз та оцінка таких

проектів здійснюються в умовах як певних ситуацій, так і невизначених, а також у конфліктних та ризикових умовах. Для аналізу застосовують засоби машинної імітації, алгоритмізації, теорії ігор, ймовірності тощо.

Оцінку інноваційних підприємницьких проектів можна здійснювати за сферами впливу та фазами діяльності, які пов'язані між собою. У цьому разі до критеріїв оцінки проектів можна зарахувати: інноваційний рівень проекту, рівень підприємницького ризику, конкурентоспроможність продукції, фінансовий результат, застосування і ефективність природоохоронних заходів тощо.

Узагальнення досвіду вітчизняних і закордонних підприємств та вивчення фактичних матеріалів засвідчують, що для оцінки ефективності інноваційних підприємницьких проектів можна використовувати такі основні показники:

- показник прибутковості;
- показник окупності;
- показник порівняльної цінності;
- показник, який враховує тривалість існування нової продукції чи процесу;
- показник ризику.

Заслужують на увагу формули розрахунку перерахованих показників, які пропонують для таких цілей.

Оцінку інноваційних підприємницьких проектів за показником прибутковості ПП можна виконати за формулою, яка передбачає тільки період надійного збуту продукції, виготовленої в результаті розробки і реалізації інноваційного підприємницького проекту, на ринку, який характеризується незмінно високим рівнем продажів і прибутку:

$$\text{ПП} = \frac{J_{\text{НУ}} J_{\text{КУ}} N_{\text{п}} \Pi_{\text{п}} T_{\text{НЗ}}, \text{ роки}}{C_{\text{ин}} + C_{\text{вто}} + C_{\text{птр}}}, \quad (3)$$

де  $J_{\text{НУ}}$  — ймовірність наукового успіху інноваційного підприємницького проекту;  $J_{\text{КУ}}$  — ймовірність комерційного успіху інноваційного підприємницького проекту;  $N_{\text{п}}$  — річний обсяг продажу продукції, виготовленої згідно із запропонованою розробкою і реалізацією інноваційного підприємницького проекту, шт. (од.);  $\Pi_{\text{п}}$  — ціна одиниці продукції, грн.;  $T_{\text{НЗ}}$  — період надійного збуту продукції, років;  $C_{\text{ин}}$  — вартість розробок і реалізації інноваційних підприємницьких проєк-

тів, грн.;  $C_{\text{вто}}$  — витрати в період виробничо-технічного освоєння продукції, грн.;  $C_{\text{птр}}$  — витрати, пов'язані з просуванням продукції (товару) на ринок, грн.

Проте формула (3) ефективна тільки тоді, коли є можливість розрахувати річний обсяг майбутніх продажів і ціну одиниці продукції. Однак врахування тільки періоду стійкого збуту слід розглядати як прояв деякої обережності, оскільки передбачений проектом період можливого скорочення збуту продукту не беруть до уваги. Замінюючи дані з продажу сумою отриманої економії, цю формулу можна використовувати і для інноваційних проектів.

Для обчислення другого показника оцінки ефективності інноваційних підприємницьких проектів — показника окупності — науковці пропонують використовувати формулу

$$\text{ПО} = \frac{n_m K_{\text{ІНУ}}}{C_m}, \quad (4)$$

де ПО — показник окупності;  $n_m$  — розрахунковий прибуток від розробки і реалізації інноваційного підприємницького проекту, грн.;  $K_{\text{ІНУ}}$  — розрахунковий коефіцієнт імовірності наукового успіху;  $C_m$  — розрахункові витрати на розробку і реалізацію інноваційного підприємницького проекту, грн. Цей показник є результатом однієї з перших спроб кількісної оцінки ефективності інноваційних підприємницьких проектів.

Розрахункові показники ймовірності успіху і вартості успіху інноваційного підприємницького проекту не потребують детальних пояснень, але визначити віддачу цих показників не просто. Використовуючи формулу (4) для визначення ефекту наукових обґрунтувань інноваційних підприємницьких проектів, наприклад, досліджень з техніки і технології, слід зазначити, що таким ефектом у цьому разі є сума отриманої протягом року економії.

Для досліджень, які здійснюються з метою випуску нової продукції, такою величиною є 3–4 % передбаченої загальної суми продажу цієї продукції протягом наступних 4–5 років. У процесі нагромадження відповідного досвіду підприємство може уточнити цю формулу, коригуючи відсотки і строки.

Третім показником оцінки доцільності реалізації інноваційних підприємницьких проектів, на думку спеціалістів, є показник порівняльної цінності. Він передбачає включення окремих оцінок ймовірності

комерційного успіху залежно від якості нової продукції та інших економічних факторів, досягнутих у результаті розробки і реалізації інноваційного підприємницького проекту:

$$\dot{I} \ddot{O} = \frac{J_{HY} J_{KYU} \dot{I} \hat{E}_i \dot{I} \dot{A} - \hat{E}_i \dot{E} \dot{A}}{\dot{N}_{im}}, \quad (5)$$

де  $J_{KYU}$  — імовірність комерційного успіху залежно від якості продукції;  $P_p$  — прибуток на одиницю продукції;  $K_{OMD}$  — коефіцієнт оцінки майбутніх доходів від розробки і реалізації інноваційного підприємницького проекту;  $K_{HKB}$  — необхідні нові капітальні вкладення, грн.

У формулі (5) є кілька нових елементів. Замість валового доходу використовується чистий дохід, який забезпечує реалізація інноваційного підприємницького проекту. У зв'язку з цим необхідно визначити обсяг продажів, ціну, витрати на виробництво, витрати на рекламу і період існування нового продукту. У подальшому суму розрахункового прибутку від розробки і реалізації інноваційного підприємницького проекту коригують з огляду на меншу цінність майбутніх надходжень порівняно з готівкою, а від цієї оцінки майбутніх доходів віднімають необхідні капіталовкладення. Аби встановити, чи компенсуються отримані в результаті такого коригування витрати на розробку і реалізацію проектів, суму прибутку пропонується перемножити на три ймовірнісні оцінки перспективних інноваційного підприємницького проекту. Застосування поправки на меншу вартість майбутніх прибутків викликало необхідність ввести у формулу поняття дисконтування капітальних витрат. Кожний взятий до реалізації інноваційний підприємницький проект повинен щонайменше повернути всі витрати, пов'язані з його розробкою і реалізацією, а також суму облікового проценту за ними, яку можна було б отримати за період розробки і реалізації таких підприємницьких проектів. В іншому разі показник оцінки буде нижчий за одиницю і такий проект буде збитковим.

Показник, який враховує тривалість існування нової продукції або процесу (життєвий цикл продукції) фактично є різновидом показника окупності, однак у разі його використання робиться спроба уникнути недоліків показника окупності через врахування у формулі повного періоду існування нової продукції або процесу.

Щоб пом'якшити вплив невизначеності при обчисленні майбутнього прибутку від нової продукції і нових процесів, що існують протя-



гом тривалого часу, у формулу включається такий математичний вираз, як корінь квадратний із числа, що дорівнює періоду існування продукції або процесу. Тоді показник, який враховує тривалість існування нової продукції або процесу, стає одним із показників оцінки інноваційних підприємницьких проектів. Його обчислюють за формулою

$$\ddot{I} \ddot{O} = \frac{J_{HY} J_{KY} N_{\ddot{O}i} \ddot{d}_i}{\ddot{N}_m}, \quad (6)$$

де  $N_{\text{рп}}$  — розрахунковий обсяг продажів продукції, шт.;  $d\Pi_{\text{р}}$  — розрахунковий прибуток на одиницю продукції, грн./шт.;  $T_i$  — тривалість (період) існування нової продукції чи процесу, передбаченого інноваційним проектом протягом  $i$  років.

Формула (6) наведена у такому вигляді, в якому вона застосовується до нової продукції, тому тут включено продажні ціни і прибуток на одиницю продукції. У разі обчислення цього показника при реалізації інноваційних підприємницьких проектів у галузі нової техніки і технології у формулу потрібно включити величину щорічної економії, отриманої в результаті використання результатів обґрунтування інноваційних підприємницьких проектів. Квадратний корінь має незначний вплив на результат розрахунку, якщо тривалість (період) існування продукту становить один-два роки, однак якщо розрахунок виконують за більш тривалий період, то його вплив стає значно вагомим.

Основним ринковим індикатором підприємця, джерелом його інформації щодо доцільності реалізації інноваційного проекту є ціна. За нею можна прогнозувати ефект від просування виробу на ринку та розрахувати можливі доходи від своїх дій. У зв'язку з цим в інноваційних проектах необхідно відображати доходи та прибуток за постійних змін грошових потоків у часі на основі оцінки майбутньої вартості коштів, інвестованих у розробку і реалізацію цих проектів з урахуванням коефіцієнтів дисконтування. Тому обов'язково потрібно враховувати еквівалентність суми коштів у часових інтервалах, віддалених один від одного (повинен враховуватися той випадок, який не гарантує, що сьогоднішня гривня буде еквівалентною гривні через рік).

Причиною такого ставлення до однієї і тієї самої грошової суми є не тільки інфляція. Грунтовнішою причиною є те, що гривня чи інша грошова одиниця, вкладена в будь-які комерційні операції, в

тому числі і в інноваційні підприємницькі проекти, здатна через рік перетворитися в більшу суму за рахунок отриманого від неї доходу. Ця істина є аксіомою для всіх фінансових операцій і передбачає необхідність її врахування для обґрунтування й аналізу інноваційних підприємницьких проектів шляхом дисконтування грошових потоків.

Як відомо, основним критерієм оцінки ефективності капітальних вкладень у виробництво та в нову техніку є відношення економічного ефекту до економічних витрат. Кількісно ефективність відображає результативність використання ресурсів виробництва — праці, засобів виробництва, капіталу та природних ресурсів. Критерієм економічної ефективності виробництва є підвищення продуктивності використання ресурсів виробництва.

Оцінку ефективності і доцільності капітальних вкладень можна здійснювати на основі терміну окупності. При цьому кількість років, за які відшкодовуються початкові інвестиції, при однакових чи різних за роками економічних результатах, встановлюється на основі грошових потоків. Під грошовим потоком мають на увазі суму чистого доходу та амортизації.

У доринковий період для оцінки ефективності проектів впровадження нововведень у вітчизняній практиці застосовувалося кілька методик. Одна з найбільш поширених і обговорюваних — визначення економічної ефективності нової техніки, винаходів, раціоналізаторських пропозицій. На її основі було створено галузеві інструкції, які в основному і використовувались на практиці підприємствами та організаціями в різних галузях промисловості. Для обґрунтування ефективності об'єктів капітального будівництва також використовувалась методика, затверджена Держпланом та Держбудом. У 1988 р. постановою ГНКТ та Президією АН України було затверджено методичні розрахунки, які повинні були стати єдиною методикою оцінки ефективності та усунути наявні розбіжності у нових методиках.

Для визначення ефективності капітальних вкладень за варіантами проектів, які впроваджуються не з метою отримання прибутку, а для задоволення соціальних потреб, тоді, коли немає можливості визначити ціну продукції, а є можливість обчислити постійні поточні витрати, широко використовувався метод зведених витрат. Розрахунки економічного ефекту ґрунтувалися саме на використанні показника зведених витрат, який визначався за формулами

$$З = С + E_n K \text{ (річні), грн.,} \quad (7)$$

$$З = K + T_n C \text{ (за терміном окупності), грн.,} \quad (8)$$

де  $C$ ,  $K$ ,  $E_n$ ,  $T_n$  — відповідно собівартість продукції, капітальні вкладення, норма нарахувань на інвестований капітал (нормативний коефіцієнт економічної ефективності капіталовкладень), термін окупності.

Слід зазначити, що підхід до визначення  $E_n$  у методиках суттєво відрізнявся. Припускалася зміна цього коефіцієнта для окремих галузей народного господарства, окремих регіонів з міркувань стимулювання розвитку технічного прогресу, врахування розбіжностей в оплаті праці та розмірах цін у межах від 0,08 до 0,25.

У ринковій економіці величину  $E_n$  можна трактувати як коефіцієнт дисконтування, який враховує незбігання у часі витрат та результатів, а також ризик капіталовкладень та інфляцію. Він теж характеризує прийнятну норму прибутку на капітал і ставку позичкового відсотка. Тому величина  $E_n$  може змінюватися у межах 0,07–0,24.

Оцінка ефективності капітальних вкладень за методом визначення терміну окупності і зведених витрат характеризується відносною простотою і дає змогу без особливих труднощів визначати доцільність і ефективність рішень, які приймаються. Однак для нього властиві такі загальні недоліки: неврахування зміни вартості грошей у часі, неврахування ефективності інвестицій за межами терміну окупності. Тому ці методи не зовсім досконалі.

Зведені витрати є по суті розрахунковою величиною. Тому їх практично не використовують для визначення економічного ефекту від впровадження інновацій у ринкових умовах, де віддають перевагу реальним величинам, за допомогою яких можна оцінити конкретні фінансові результати винахідників та користувачів нововведень. Зведені витрати не відображають таких аспектів, вони розглядають лише одну сторону економічних розрахунків — витрати. Їх не можна використовувати для оцінки діяльності конкретних фірм у сфері інвестиційної політики. Тому в ринкових умовах цим показником користуються виключно для попередньої стадії розрахунків економічного ефекту у першому наближенні.

Більш досконалою і об'єктивною є оцінка ефективності капітальних вкладень на основі зведених витрат з урахуванням зміни вартості грошей у часі.

Концепція такої оцінки ґрунтується на тому, що вартість грошей з часом змінюється з урахуванням норми прибутку на грошовому ринку, за яку найчастіше беруть норму позичкового відсотка. У фінансовій практиці часто доводиться порівнювати вартість грошей на початку їх інвестування з вартістю грошей при їх поверненні у вигляді майбутнього прибутку, відсотків тощо. Кредиторам та інвесторам важливо знати, які доходи вони одержать від вкладання капіталу, аби визначитись, чи взагалі варто інвестувати. Позичальники теж хочуть знати, скільки і коли вони мають сплатити кредитору і чи покрийть доходи від вкладеної в справу позички витрати на її реалізацію.

У процесі порівняння вартості грошових коштів при їх інвестуванні і поверненні використовують два основні поняття — майбутню вартість грошей (капіталу) та їхню теперішню вартість.

Майбутня вартість — це вартість грошей (позички, інвестованих коштів, платіжного зобов'язання тощо) через конкретний період часу з урахуванням певної ставки відсотка. Будь-які виважені інвестиції або вкладені гроші мають забезпечити збільшення вартості активів з часом. Вкладаючи певну суму грошей, їхній власник повинен визначити, як збільшиться вартість цих грошей у майбутньому за умови, що очікувана норма прибутку йому відома. Підрахування цього і є визначення майбутньої вартості грошей (капіталу).

Встановлення величини майбутньої вартості грошей пов'язане з процесом нарощування цієї вартості, тобто з процесом її збільшення шляхом поетапного приєднання до початкової вартості грошей суми відсотка (відсоткових платежів).

Теперішня вартість грошей (капіталу) є сумою майбутніх грошових надходжень (грошових потоків), приведених до теперішнього часу з урахуванням певної ставки відсотка. Ця вартість служить основою для порівняння прибутковості різних проектів та інвестицій за певний період. Необхідність визначення теперішньої вартості грошей виникає при розробці умов контрактів тоді, коли відсотки з позички стягуються безпосередньо під час її віддавання та в інших аналогічних випадках.

Визначення теперішньої вартості грошей пов'язане з процесом дисконтування цієї вартості, який являє собою операцію, обернену нарощенню при заданому кінцевому розмірі грошових коштів. У цьому разі суму відсотка (дисконту) віднімають від кінцевої суми (майбутньої вартості) грошей. Нарощена сума вартості — майбутня вартість — розраховується за так званою відсотковою ставкою, тепері-

шня — за ставкою дисконту (капіталізації). Дисконтна ставка — це відсоткова ставка, яка застосовується до майбутніх платежів, аби врахувати ризик і непевність, пов'язані з фактором часу. Відсоткові та облікові (дисконтні) ставки можуть бути простими, якщо вони використовуються до однієї і тієї ж початкової суми протягом усього періоду платежу (позички), або складними, якщо вони використовуються до суми з нарахованими в попередньому періоді відсотками.

Суму простого відсотка в процесі нарощення вартості грошей визначають за формулою

$$J = P t dx, \text{ грн.}, \quad (9)$$

де  $J$  — величина відсотка за обумовлений період позички (інвестування), грн.;  $P$  — початкова сума депозиту (інвестицій), грн.;  $t$  — тривалість позички (інвестування) у періодах, за якими здійснюється кожний відсотковий платіж;  $dx$  — процентна ставка в кожний період, виражена десятковим дробом.

При такому підході майбутня вартість грошей  $S$  з урахуванням нарахованої суми відсотка визначатиметься за формулою

$$S = P(1 + t dx), \text{ грн.} \quad (10)$$

Величина  $(1 + t dx)$  називається множником або коефіцієнтом нарощення простих відсотків.

Теперішню вартість майбутніх грошових потоків з використанням простої відсоткової ставки розраховують за формулою

$$P = S \frac{1}{1 + t dx}, \quad (11)$$

де  $P$  — теперішня вартість грошових коштів (вартість майбутніх грошових потоків), грн.;  $S$  — кінцева сума грошового потоку, обумовлена умовами інвестування, грн.;  $t$  — тривалість інвестування в періодах, за якими здійснюються відсоткові платежі;  $dx$  — дисконтована ставка за період, виражена десятковим дробом;  $1/(1 + t dx)$  — дисконтований множник (коефіцієнт) простих відсотків.

У довготермінових фінансово-кредитних операціях відсотки після чергового періоду нараховання, який є частиною загального періоду позички (інвестування), можуть не сплачуватися, а приєднуватися до

суми боргу (основного внеску) і в наступні платіжні періоди приносять дохід. У цих випадках для оцінки грошових потоків використовують складні відсотки.

У практичних розрахунках в основному використовують так звані дискретні відсотки, тобто відсотки, що нараховуються за однакові інтервали часу (рік, півріччя, квартал тощо).

При розрахунку майбутньої вартості грошей (капіталу) за складними відсотковими ставками  $S_c$  використовують формулу

$$S_c = P(1 + dx)^t, \text{ грн.} \quad (12)$$

Сума складного відсотка  $JC$  у цьому разі дорівнюватиме:

$$JC = S_c - P, \text{ грн.} \quad (13)$$

Розрахунок теперішньої вартості грошових коштів у процесі дисконтування за складними відсотковими ставками  $P_c$  здійснюють за формулою

$$P_c = S \frac{1}{1 + (dx)^t}, \text{ грн.} \quad (14)$$

Сума дисконту  $Dc$  у цьому разі дорівнюватиме

$$Dc = S - P_c, \text{ грн.} \quad (15)$$

Теперішня вартість майбутніх доходів з роками стає меншою. Змінюється вона й зі зміною дисконтованої ставки. Збільшення дисконтованої ставки приводить до зменшення теперішньої вартості, а зменшення, навпаки, до підвищення.

Оцінюючи грошові потоки у часі, необхідно мати на увазі й те, що на результат оцінки впливає не лише розмір відсоткової (дисконтованої) ставки і тривалість загального терміну, а й періодичність виплат (кількість платіжних періодів протягом одного й того самого загального терміну). Іноді виявляється, що вигідніше інвестувати кошти під меншу відсоткову ставку, але з більшою періодичністю виплат, адже це прискорює обіг коштів і дає змогу негайно інвестувати отримані виплати в нові науково-технічні проекти або спрямувати їх на поточні потреби.

## **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ ТА ЗАВДАННЯ**

1. Що таке інноваційний процес?
2. Джерела фінансування інноваційних інвестицій.
3. Механізм грошово-кредитної політики в інвестиційно-інноваційному процесі.
4. Фінансова оцінка інноваційних проектів.
5. Як виявити інноваційну спрямованість інвестицій?
6. Що треба для посилення фінансової політики та підсилення інвестиційної діяльності?
7. Способи здійснення фінансової оцінки інноваційних проектів.

## Розділ 19

# ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙ

---

---

- Оцінювання зміни вартості грошей у часі.
  - Показники ефективності інвестицій.
- 
- 

### 19.1. ОЦІНЮВАННЯ ЗМІНИ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ У ЧАСІ

Планування інвестицій, визначення їх доцільності, прибутковості завжди є прогнозуванням майбутніх доходів і витрат, тобто грошових потоків. Чи однакову грошову вартість матиме дохід, скажімо, 10 тис. грн, який буде одержано цього року, і такий самий дохід через три роки?

Якщо маємо 10 тис. грн нині, то через рік, за умови, що зберігатимемо їх у банку під 5 % річних, це вже буде 10,5 тис. грн, ще через рік — 11 тис. грн і т. д. А щоб мати через рік 10 тис. грн, сьогодні треба покласти в банк (мати в наявності) 9,5 тис. грн. Отже, у розрахунках, оцінках, порівняннях обсягів коштів, розділених часом, треба враховувати зміну їх вартості.

У загальному вигляді таке збільшення вартості грошей визначається формулою

$$F_t = P(1+r)^t, \quad (1)$$

де  $F_t$ ,  $P$  — вартість суми грошей відповідно у майбутньому і сьогодні;  $(1+r)^t$  — коефіцієнт компаундування;  $r$  — банківська річна ставка;  $t$  — порядковий номер року (починаючи з наступного за поточним), якому відповідає значення  $P$ .



Такий перехід від оцінювання нинішньої вартості грошей до їх вартості в майбутньому називається *компаундуванням*.

Зворотний процес отримання сьогоdnішнього еквівалента вартості коштів, що мають бути в майбутньому, називається *дисконтуванням*. Загальна формула приведення обсягу коштів майбутнього періоду ( $F_t$ ) до еквівалентного обсягу поточного року ( $P$ ) має такий вигляд:

$$P = \frac{F_t}{(1+r)^t}, \quad (2)$$

де  $r$  — ставка дисконту;  $\frac{1}{(1+r)^t}$  — коефіцієнт дисконтування.

Якщо рівень  $r$  прогнозується змінним для різних років, то формула приведення обсягу грошових надходжень у році  $t$  до поточного року матиме вигляд:

$$P = \frac{F_t}{(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_t)}. \quad (3)$$

*Приклад 1.* Якому обсягу коштів сьогодні еквівалентна сума 100 тис. грн, що її одержать через три роки (річний процент — 5%)?

За формулою (2) дисконтування

$$P = \frac{100000}{(1+0,05)^3} = 86000 \text{ (грн)}.$$

*Приклад 2.* Які кошти треба мати сьогодні, щоб через п'ять років повернути борг у сумі 500 тис. грн (банківський депозитний процент у перші два роки — 3,5 %, у наступні три роки — 5%)?

Треба привести вартість майбутніх коштів ( $F$ ) до поточного періоду ( $P$ ):

$$P = \frac{F_t}{(1+r)^t} = \frac{500000}{(1+0,035)^2(1+0,05)^3} = 384000 \text{ (грн)}.$$

*Приклад 3.* Визначити доцільність двох проектів: маючи 100 тис. грн, купити будинок, аби продати його через п'ять років за 120 тис. грн., чи покласти ці 100 тис. грн у банк під 5 % річних?

Інвестиції в нерухомість через п'ять років дадуть 120 тис. грн. Інвестиції в банківські депозитні сертифікати дадуть змогу одержати

$$100 \cdot 10,05^5 = 128 \text{ тис. грн.}$$

Порівняння одержаних величин свідчить на користь останнього проекту. Зауважимо надалі, що можливість використання грошей просто як вклад у надійному банку або іншим безризиковим способом, що приносить щорічні проценти приросту, є альтернативним варіантом використання інвестицій для будь-якого інвестиційного проекту. Цей принцип лежить в основі визначення чистої приведеної вартості проекту за допомогою дисконтування.

*Приклад 4.* Організація міні-пекарні вартістю 40 тис. грн має за прогнозованими розрахунками приносити упродовж п'яти років щорічний чистий прибуток у сумі 12 тис. грн. Чи доцільний цей проект?

Необхідно порівняти загальний прибуток за п'ять років і обсяг витрат 40 тис. грн. Визначимо сумарну за п'ять років вартість очікуваного прибутку (у тис. грн.), привівши кошти кожного року до умов того часу, коли ми маємо витратити 40 тис. грн інвестицій (ставку дисконту візьмемо 10 %):

$$\text{за 1-й рік: } \frac{12}{1+0,1} = 10,9;$$

$$\text{за 2-й рік: } \frac{12}{1,1^2} = 9,9;$$

$$\text{за 3-й рік: } \frac{12}{1,1^3} = 9,0;$$

$$\text{за 4-й рік: } \frac{12}{1,1^4} = 8,2;$$

$$\text{за 5-й рік: } \frac{12}{1,1^5} = 7,45;$$

разом за п'ять років — 45,45 тис. грн.

Ця сума приведена до умов поточного року й може порівнюватися з обсягом інвестицій 40 тис. грн. Чистий приведений прибуток перевищує інвестиційні витрати на 5,5 тис. грн. Проект можна вважати доцільним.

Використання механізму дисконтування майбутніх грошових надходжень практично є методом порівняння доходу від проекту й доходу від вкладання тих самих грошей у банк під щорічний процент. У наведеному прикладі організація міні-пекарні є прибутковішим варіантом, аніж вкладання грошей у банк. Але це не означає, що проект буде прийнятий інвестором. Його прибутковість слід перевірити за допомогою інших показників і порівняти з іншими проектами, які можуть бути в інвестора.

## **19.2. ПОКАЗНИКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙ**

Основним принципом оцінювання ефективності є порівняння обсягів доходів та витрат, що їх забезпечили. Обґрунтовуючи економічну ефективність інвестиційних проектів, застосовують комплекс показників, що відображають різні аспекти вже зазначеного принципу і дають змогу оцінити доцільність інвестицій системніше.

Для переходу до викладення порядку розрахунку показників наведемо їх умовні позначення:

$P$  — обсяг грошових надходжень від економічної діяльності об'єкта інвестицій після введення його в експлуатацію;

$B_i$  — обсяг інвестицій, що потрібні для введення об'єкта в експлуатацію (витрати інвестиційні);

$B_e$  — обсяг поточних витрат діючого об'єкта, необхідних для виробництва товарів чи послуг, що виробляє створений об'єкт (витрати експлуатаційні);

$A_t$  — величина нарахованої за рік амортизації основних фондів, створених за рахунок інвестицій;

$T$  — кількість років життя проекту (експлуатація об'єкта та отримання доходів від інвестицій);

$t$  — індекс (порядковий номер) кожного року експлуатації об'єкта,  $t = 1, 2, \dots, T$ .

1. Чиста приведена вартість проекту ( $NPV$ ) розраховується як сума щорічних обсягів доходів без витрат, приведених до умов поточного року:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{(P_t - B_{it} - B_{et})}{(1+r)^t}. \quad (4)$$

Для прийняття проекту  $NPV$  має перевищувати нуль.

2. *Термін окупності* проекту ( $T_k$ ) визначає кількість років, за які загальний приведений прибуток дорівнюватиме обсягу інвестицій. Він дорівнює такому  $t$  ( $T_k = t$ ), при якому

$$B_i = \sum_{t=1}^{T_k} \frac{(P_t - B_{et})}{(1+r)^t}. \quad (5)$$

Термін окупності має бути меншим від загального терміну життя проекту:  $T_k < T$ . Тут  $T_k$  — кількість років, потрібних для того, щоб обсяг прибутку від інвестицій зрівнявся з обсягом  $B_i$  (термін окупності);  $r$  — річна ставка дисконту, яка має використовуватися для приведення грошових надходжень майбутніх періодів до умов поточного року;  $K$  — коефіцієнт приведення,

$$K = \frac{1}{(1+r)^t}.$$

3. *Коефіцієнт співвідношення доходів та витрат* ( $\mathfrak{R}$ ) розраховується як дріб, де в чисельнику має бути сума приведених вартостей доходів від інвестицій за всі роки, а у знаменнику — сума приведених витрат:

$$\mathfrak{R} = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{P_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^T \frac{(B_{it} + B_{et})}{(1+r)^t}}. \quad (6)$$

Цей показник має перевищувати одиницю.

4. *Коефіцієнт прибутковості* проекту ( $g$ ) розраховується як співвідношення чистої приведеної вартості доходів за період життя проекту та обсягу капіталовкладень:

$$g = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{(P_t - B_{et})}{(1+r)^2}}{\sum_{t=1}^T \frac{B_{it}}{(1+r)^t}}. \quad (7)$$

Приймаються проекти, для яких коефіцієнт прибутковості як мінімум більший за одиницю.

5. *Внутрішня норма прибутковості* проекту ( $R$ ) визначається як рівень ставки дисконтування ( $r$ ), при якому чиста приведена вартість проекту (за період його життя) дорівнює нулю, тобто

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{(P_t - B_{it} - B_{et})}{(1 + R)^t} = 0. \quad (8)$$

Внутрішня норма прибутковості є межею, нижче за яку проект дає негативну загальну прибутковість. Розраховане для проекту значення  $R$  має порівнюватися з її нормативним рівнем  $R_n$  для проектів такого типу. Якщо  $R > R_n$ , проект може бути прийнятий, якщо  $R < R_n$ , проект відхиляється.

Значення  $R$  розраховується методом добору та перевірки послідовних значень  $r$  ( $r > R_n$ ) з використанням комп'ютерних програм або графічно методом побудови функції залежності між  $NPV$  та  $r$  (рис. 53).

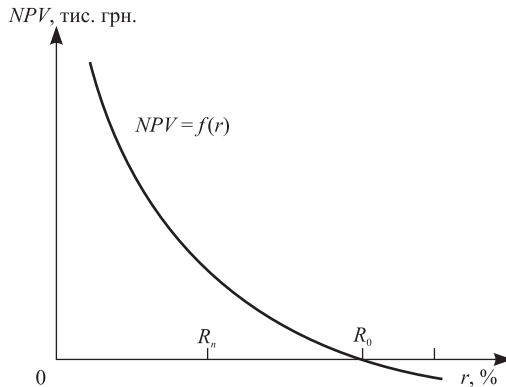


Рис. 55. Залежність між  $NPV$  та  $r$

Для кожного проекту, залежно від критеріїв, якими керуються зацікавлені в ньому підприємство та його експерти, рівень  $R_n$  може бути різним залежно від макроекономічної ситуації у країні, рівня ризиків у країні, галузі, проекту, середньої рентабельності діяльності підприємства-інвестора, вартості його капіталу, співвідношення позиченого та власного капіталу та з інших причин.

6. *Фондовіддача* проекту ( $f$ ) розраховується як відношення середньорічного прибутку за весь період життя проекту до середньорічної

залишкової вартості інвестицій за той самий період з урахуванням їх щорічного зношення:

$$f = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{(P_t - B_{et})}{T}}{\sum_{t=1}^T \frac{(B_{it} - A_t)}{T}}. \quad (9)$$

Цей показник визначає рівень середньої віддачі (отримання прибутку) від кожної грошової одиниці використаних інвестицій.

### **КОНТРОЛЬНІ ПИТАННЯ**

1. Як визначається вартість грошей у часі?
2. Якими чинниками визначається ефективність інвестицій?
3. Як розраховується чиста приведена вартість інвестиційного проекту?
4. Як визначається термін окупності інвестиційного проекту?
5. Як визначається коефіцієнт співвідношення доходів і витрат?
6. Як розраховується фондовіддача інвестиційного проекту?

## ТЕРМІНОЛОГІЧНИЙ СЛОВНИК

---

### А

*Аванс* — грошова сума, виділена за домовленістю в рахунок майбутніх платежів за матеріальні цінності, виконані роботи та надані послуги.

*Авізо* — банківське повідомлення про зміни у стані взаємних розрахунків або про переказування грошей, надсилання товарів.

*Активи* — економічні ресурси компанії (фірми) у формі основного та оборотного капіталу, нематеріальних активів, що використовуються у виробничій діяльності з метою одержання доходу. На практиці розміри активів підприємства визначаються загальною сумою активу балансу на певну дату.

*Акціонерне товариство* — компанія, що створена юридичними особами, має статутний фонд, розподілений на певну кількість акцій однакової номінальної вартості, і несе відповідальність за своїми зобов'язаннями тільки власним майном. Акціонерне товариство може бути відкритого типу, якщо акції розповсюджуються шляхом відкритої підписки або купівлі-продажу на фондових біржах, або закритого, якщо акції не можуть розповсюджуватися вільно. Діяльність акціонерних товариств в Україні регулюється Законом України “Про господарські товариства” від 19.09.91.

*Акція* — цінний папір, що засвідчує частку її власника у статутному фонді акціонерного товариства відкритого або закритого типу, який дає право на участь в управлінні й одержанні відповідної частини його прибутку у формі дивідендів. Розрізняють акції іменні та на пред'явника, привілейовані та прості. Порядок випуску й обігу акцій регулюється Законом України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18.06.91.

*Аналіз кон'юнктури інвестиційного ринку* — вивчення особливостей інвестиційного ринку або окремих його сегментів і змін, які відбуваються на ньому в момент спостереження порівняно з попереднім періодом.

*Аудиторська служба* — організація, що здійснює на підставі договору на платній основі позавідомчий незалежний контроль за дотриманням встановленого порядку виконання фінансово-господарських операцій, бухгалтерського обліку і звітності господарських організацій шляхом ревізій та перевірок, а також експертні й інші послуги з аналізу фінансових аспектів діяльності підприємств.

## Б

*Баланс* — зведення показників, що характеризують активи, пасиви й акціонерний капітал компанії на певний момент часу (звичайно рік).

*Банківський відсоток* — мінімальний відсоток за короткостроковими авансами комерційних банків або інвестиційних дилерів.

*Банкрутство* — встановлена в судовому порядку фінансова неплатоспроможність певної юридичної чи фізичної особи, тобто її нездатність здійснювати розрахунки за своїми зобов'язаннями. Процедури, пов'язані з банкрутством, регулюються Законом України “Про банкрутство” від 14.05.92.

*Безризикові інвестиції* — розміщення капіталу в об'єкти інвестування, для яких відсутній ризик можливих фінансових втрат. У практиці розвинених європейських країн до таких об'єктів інвестування, як правило, зараховують державні урядові облигації.

*Бізнес-план* — основний документ, де стисло в загальноприйнятій послідовності розділів викладено основні характеристики реального інвестиційного проекту. Бізнес-план покликаний переконати інвестора в ефективності передбачуваних інвестицій.

*Біржа* — інститут ринку цінних паперів, який організовує, контролює і регулює процес купівлі-продажу цінних паперів, переважно акцій.

*Біржа праці* — державний заклад, що регулярно здійснює посередницькі операції на ринку праці.

*Біржова ціна* — ціна на товари і послуги, реалізовані в порядку біржової торгівлі, що формується на основі співвідношення попиту і пропозиції.



*Біржовий курс* — остання ціна, за якою різні об'єкти інвестування (цінні папери, об'єкти нерухомості, дорогоцінні метали та ін.) продавалися (купувалися) на відповідній біржі.

*Бони* — боргові зобов'язання, що випускаються державою, окремими закладами й організаціями; паперово-грошові знаки дрібної вартості, що тимчасово випускаються в обіг як розмінні монети.

*Брокер* — фірма або окрема особа, пов'язана з фірмою. Купує і продає цінні папери за дорученням клієнта, не стаючи їх власником. Одержує за це комісійні.

## **В**

*Валові інвестиції* — загальний обсяг коштів, інвестованих у нове будівництво, придбання засобів виробництва та на приріст товарно-матеріальних запасів у певному періоді.

*Вексель* — письмове боргове зобов'язання строго встановленої форми, що дає його власнику (векселетримачу) безперечне право після закінчення терміну зобов'язання вимагати від боржника сплати грошової суми, позначеної на векселі. Розрізняють соло-вексель (особисте зобов'язання боржника) і переказний вексель (наказ боржника третій особі).

*Вентурні підприємства* — малі підприємства у сфері наукових досліджень, інженерних розробок, створення і впровадження нововведень.

*Випуск* — будь-які цінні папери, що мають однакові характеристики. Акт розміщення цінних паперів.

*Відплив капіталу* — переведення капіталу в значних розмірах у країни зі сприятливішим інвестиційним кліматом з метою уникнення оподаткування за більш високими ставками, негативних наслідків інфляції, ризику експропріації та ін. Основною метою відпливу капіталу є вигідніші та гарантованіші умови його розміщення в обраних країнах.

*Внутрішні джерела формування інвестиційних ресурсів* — власні джерела фінансування реалізації інвестиційних програм (проектів). До основних внутрішніх джерел належить частина чистого прибутку компанії (фірми), що підлягає капіталізації, і сума амортизаційних відрахувань (амортизаційний фонд).

*Вторинний розподіл*, або пропозиція цінних паперів — торгівля цінними паперами, які пройшли первинний розподіл, з метою продажу їх публіці.

## Г

*Графік інвестицій* — загальний обсяг інвестицій, розподілений за конкретними термінами інвестування. Такий графік складається під час розробки бізнес-плану та оперативного плану реалізації інвестиційного проекту.

*Грошовий потік* — основний показник, що характеризує ефективність інвестицій у вигляді повернених інвестору коштів. Основною грошового потоку за інвестиціями є чистий прибуток і сума амортизації матеріальних і нематеріальних активів.

*Грошовий ринок* — ринок цінних паперів із строком погашення до трьох років. Основним товаром тут є казначейські білети уряду.

*Гудвіл* — різниця між ринковою та індексованою балансовою вартістю компанії (фірми). Вартість гудвілу характеризує не відображені в балансі нематеріальні активи у вигляді репутації фірми, завойовані нею маркетингові позиції на ринку, відпрацьованість внутрішньої технології діяльності та інші активи, здатні приносити додаткові прибутки. У зарубіжній практиці вартість гудвілу часто включається в баланс компанії (фірми), що продається.

## Д

*Девальвація* — зниження в законодавчому порядку офіційного курсу національної валюти щодо іноземних валют або міжнародних розрахункових одиниць.

*Демпінг товарний* — продаж товарів на зовнішніх ринках за нижчими, ніж на внутрішньому ринку, цінами.

*Депозит* — грошові або інші види активів, розміщені на збереження у фінансово-кредитні заклади.

*Депозитарій* — заклад, що бере на зберігання гроші, документи, цінні папери та інші цінності.

*Депозитарій інвестиційного фонду* — юридична особа, що здійснює відповідальне зберігання активів, обслуговування операцій з активами інвестиційного фонду й облік руху активів фонду на підставі депозитного договору. Діяльність депозитарію інвестиційного фонду в Україні регулюється Указом Президента “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” від 19.02.94.

*Депозитний відсоток* — сума доходу, одержуваного інвестором у разі передавання коштів на зберігання відповідно до встановленої ставки відсотка.

*Державні інвестиції* — інвестиції, що здійснюються державними та місцевими органами влади (управління) за рахунок бюджетних коштів, позабюджетних фондів, залучених коштів, а також державними підприємствами та закладами за рахунок власних і залучених коштів.

*Дериватив* — стандартний документ, що засвідчує право або зобов'язання придбати чи продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством.

*Дефляція* — штучне вилучення з обігу частини надлишкової грошової маси, здійснене урядом з метою зниження темпів інфляції.

*Диверсифікація* — одночасний розвиток багатьох непов'язаних або слабо взаємопов'язаних видів виробництв, розширення обсягів діяльності, номенклатури продукції і послуг, асортименту вироблених виробів у масштабі держави, галузі, регіону, підприємства. Диверсифікація, як правило, супроводжується глибокою трансформацією технології й організації виробництва.

*Диверсифікація інвестицій* — вид інвестиційної стратегії компанії (фірми), спрямованої на розширення або зміну її інвестиційної діяльності. Розрізняють галузеву, регіональну та інші форми диверсифікації інвестицій.

*Дивіденд, дивідендний дохід* — частина прибутку акціонерного товариства, яка щорічно (або з іншою періодичністю) розподіляється між акціонерами відповідно до кількості та виду акцій, якими вони володіють.

*Дилер* — особа (фірма), яка здійснює біржове або торгове посередництво за власний рахунок.

*Дисконт* — різниця між загальною (лицьовою) вартістю цінного паперу і його ринковою ціною.

*Дисконтна політика* — форма валютної політики, спрямована на регулювання валютного курсу, руху капіталів і платіжного балансу шляхом зміни відсоткових ставок за кредит.

*Дисконтна ставка* — ставка відсотка, за якою майбутня вартість грошей зводиться до їх реальної вартості, тобто за якою здійснюється процес дисконтування.

*Дисконтування* — метод зведення майбутньої вартості грошей до їх вартості в поточному періоді (до реальної вартості грошей).

*Довгострокова облигація* — облигація з терміном погашення протягом десяти і більше років.

*Довгострокові активи* — матеріальні та нематеріальні активи компанії з періодом використання понад рік. До довгострокових активів належать основні фонди, незавершені капітальні вкладення, довгострокові фінансові вкладення в усіх формах та інші аналогічні активи.

*Довгострокові пасиви* — усі види залучених коштів з терміном погашення основної суми боргу понад рік.

## Е

*Емісія* — виготовлення і випуск в обіг банківських і казначейських квитків, паперових грошей і цінних паперів.

*Ефективність інвестиційного портфеля* — характеристика інвестиційного портфеля (як правило, портфеля цінних паперів) за критеріями точної доходності чи збільшення капіталу за будь-якого рівня ризику.

*Ефективність реальних інвестицій* — поняття, що характеризує різні аспекти доходності інвестицій. Для оцінювання ефективності реальних інвестицій використовують чотири основні показники: чистий приведений дохід; індекс доходності; період окупності; внутрішню норму доходності.

## Ж

*Життєвий цикл галузі* — загальний період часу від початку зародження галузі до завершення її існування (у разі випуску продукції, на яку істотно вплинув науково-технічний прогрес) або до вступу в остаточну зрілість (у разі випуску продукції, потреба в якій стабільна). У теорії життєвого циклу галузей розрізняють, як правило, п'ять основних стадій: “народження”, “зростання”, “розширення”, “зрілість”, “спад”, або “остаточна зрілість”. В інвестиційному менеджменті визначення стадії життєвого циклу галузі пов'язане з оцінюванням інвестиційної привабливості окремих об'єктів реального чи фінансового інвестування; воно потрібне також у процесі галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності.

*Життєвий цикл інвестицій* — загальний період часу від початку вкладання коштів у реальний інвестиційний проект до наступного вагомого інвес-

тування в діючий об'єкт. Як правило, життєвий цикл інвестицій розподіляють на два основні періоди: інвестування до початку експлуатації об'єкта; експлуатації нового об'єкта до початку наступного істотного інвестування в його реконструкцію або технічне переоснащення.

*Життєвий цикл компанії (фірми)* — загальний період часу від початку діяльності компанії (фірми) до природного припинення її існування або відродження на новій основі (з новим складом власників і керівного персоналу, з принципово новою продукцією, технологією та ін.). У теорії життєвого циклу компанії (фірми) розрізняють, як правило, шість основних стадій: “народження”, “дитинство”, “юність”, “рання зрілість”, “остаточна зрілість”, “старіння”. В інвестиційному менеджменті визначення стадій життєвого циклу компанії (фірми) необхідне для оцінювання її інвестиційної привабливості чи інвестиційних якостей цінних паперів (акцій), що емітуються.

### 3

*Залишкова вартість основних виробничих фондів на акцію* — відношення залишкової вартості основних виробничих фондів до загальної кількості акцій.

*Залучені джерела формування інвестиційних ресурсів* — залучені на кредитній основі кошти для реалізації інвестиційного портфеля та інше майно. До основних видів залучених джерел формування інвестиційних ресурсів належать довгострокові кредити банків; кошти, отримані від емісії облігацій; майно, залучене на основі інвестиційного лізингу та селенгу.

*Заставні цінні папери* — цінні папери, випущені під заставу фізичних активів (найчастіше землі, споруди).

*Зовнішні джерела формування інвестиційних ресурсів* — позикові та залучені джерела фінансування інвестиційних програм (проектів).

### 1

*Іменний цінний папір* — цінний папір, зареєстрований у книгах компанії на ім'я власника. Може бути проданий іншій особі тільки з письмового дозволу власника (передатного запису на сертифікаті). Облігація

може бути іменною як щодо тільки амортизації, так і щодо тільки амортизації і відсотка.

*Інвестиції* — усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності з метою одержання прибутку або досягнення соціального ефекту.

*Інвестиції з фіксованим доходом* — вкладення капіталу в об'єкти інвестування з попередньо передбаченою фіксованою ставкою дохідності. До таких об'єктів інвестування належать купонні облігації, ощадні сертифікати, привілейовані акції.

*Інвестиційна декларація* — складова статуту інвестиційного фонду, в якій визначено основні напрями й обмеження його діяльності, порядок випуску, продажу та викупу інвестиційних сертифікатів, а також інші питання діяльності фонду.

*Інвестиційна діяльність* — сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій. Загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності на території України регулюються Законом України “Про інвестиційну діяльність” від 18.09.91.

*Інвестиційна інфраструктура* — найважливіші галузі економіки, засади й засоби, які безпосередньо забезпечують процес безперерйного здійснення інвестицій.

*Інвестиційна компанія* — торговець цінними паперами, який, крім ведення інших видів діяльності, може залучати кошти для здійснення спільного інвестування шляхом емісії та розміщення цінних паперів (включаючи інвестиційні сертифікати). Створення і діяльність інвестиційних компаній в Україні регулюється Указом Президента “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” від 19.02.94.

*Інвестиційна компанія закритого типу* — компанія, чії акції продаються на фондовій біржі, а капітал залишається відносно незмінним.

*Інвестиційна привабливість галузей* — інтегральна характеристика окремих галузей економіки з позиції перспективності розвитку, дохідності інвестицій та рівня інвестиційних ризиків. Інвестиційна привабливість окремих галузей оцінюється під час розробки інвестиційної стратегії компанії (фірми) та галузевої диверсифікації її інвестиційного портфеля.

*Інвестиційна привабливість регіонів* — інтегральна характеристика окремих регіонів країни з позиції інвестиційного клімату, рівня розвитку інвестиційної інфраструктури, можливостей залучення інвестиційних ресурсів та інших факторів, які істотно впливають на формування

дохідності інвестицій та інвестиційних ризиків. Інвестиційна привабливість окремих регіонів оцінюється під час розробки інвестиційної стратегії компанії (фірми) і регіональної диверсифікації її інвестиційного портфеля.

*Інвестиційна програма компанії* — інвестиційна програма як відособлена частина інвестиційного портфеля компанії (фірми), сформована за галузевою, регіональною чи іншими ознаками для зручності управління. Інвестиційна програма включає, як правило, ряд інвестиційних проєктів (наприклад, інвестиційна програма житлового будівництва, переробки сільськогосподарської продукції, створення соціальної інфраструктури та ін.).

*Інвестиційна стратегія* — формування системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності компанії (фірми) і вибір найефективніших шляхів їх досягнення.

*Інвестиційний банк* — банк, який спеціалізується на фінансуванні інвестиційної діяльності своїх клієнтів шляхом надання їм довгострокових кредитів (позик).

*Інвестиційний дилер* — фірма, що є посередником на ринку цінних паперів, або окрема особа, пов'язана з такою фірмою. Виступає в ролі брокера, тобто зводить на ринку покупців з продавцями, одержуючи за це комісійні, або в ролі дилера, тобто підписується на весь новий випуск цінних паперів або частину його, стаючи їх власником з метою перепродажу дрібнішими партіями.

*Інвестиційний портфель* — сформований компанією (фірмою) перелік об'єктів реального та фінансового інвестування з урахуванням її інвестиційних цілей.

*Інвестиційний проєкт* — об'єкт реального інвестування, який намічається до реалізації у формі придбання, нового будівництва, розширення, реконструкції тощо на основі розгляду й оцінювання бізнес-плану.

*Інвестиційний ризик* — імовірність виникнення непередбачуваних фінансових втрат (у формі зниження або повної втрати доходів, втрати капіталу тощо) у ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності. Розрізняють інвестиційний ризик систематичний і несистематичний; реального і фінансового інвестування; економічний, політичний, соціальний та ін.

*Інвестиційний ринок* — сукупність інвестиційних відносин між продавцями й покупцями інвестиційних товарів і послуг, а також об'єктів інвестування в усіх його формах.

*Інвестиційний фонд* — юридична особа, заснована у формі акціонерного товариства, яка здійснює діяльність виключно у сфері спільного інвестування. Інвестиційні фонди поділяються на відкриті та закриті. Порядок створення і діяльності інвестиційних фондів в Україні регулюється Указом Президента “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” від 19.02.94.

*Інвестиційні якості цінних паперів* — інтегральна характеристика окремих видів цінних паперів з позиції їх доходності, ризику та ліквідності.

*Інвестор* — суб’єкт інвестиційної діяльності, який приймає рішення та здійснює вкладення власних, позичених і залучених майнових та інтелектуальних ресурсів в об’єкти інвестування.

*Індексція основних фондів* — переоцінювання основних фондів, яке здійснюється періодично з метою доведення їх початкової вартості до поточної ринкової (відновної).

*Індивідуальний інвестор* — окрема юридична особа, яка самостійно (без посередників) здійснює інвестиційну діяльність.

*Інноваційні інвестиції* — одна з форм інвестування, що здійснюється з метою впровадження досягнень науково-технічного прогресу у виробництво та соціальну сферу.

*Іноземні інвестиції* — усі види цінностей, які вкладаються в об’єкти інвестиційної діяльності на території тієї чи іншої країни. Порядок здійснення іноземних інвестицій на території України регулюється Законом України “Про режим іноземного інвестування” від 19.03.96.

*Інсайдер* — усі директори, старші чиновники корпорації і всі, хто має доступ до внутрішньофірмової, службової інформації. Усі, хто володіє понад 10 % акцій фірми.

*Інституціональний інвестор* — фінансовий посередник, який акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність, що спеціалізується, як правило, на операціях з цінними паперами.

*Інструменти фондового ринку* — інструменти, за допомогою яких здійснюються операції на фондовому ринку. До основних інструментів фондового ринку належать облігації, ощадні сертифікати, опціони, ф’ючерсні контракти, інвестиційні сертифікати.

*Інфляційна премія* — додатковий дохід, який виплачується інвестору з метою відшкодування його втрат від знецінення грошей внаслідок інфляції. Рівень цього доходу прирівнюється до темпу інфляції в розгляданому періоді.



*Інфляція* — переповнення каналів обігу паперовими грошима, що супроводжується їх знеціненням; виявляється в загальному і нерівномірному збільшенні цін на товари і послуги, що призводить до перерозподілу національного доходу на шкоду основній частині населення, поглиблення соціальної диференціації.

*Іпотечна позичка (кредит)* — позичка, отримана позичальником під заставу нерухомого майна. У разі порушення позичальником умов кредитного договору (прострочені позички) кредитор має право продати заставу з метою повернення позички (включаючи відсоток) і витрат з реалізації прибутку.

## К

*Казначейський білет* — короткострокова (до одного року) державна облігація, що не дає офіційного відсотка. Прибуток реалізується у вигляді різниці дисконтної ціни, за якою білет продається, і номінальною вартістю, за якою його викуповують у момент погашення.

*Казначейські акції* — дозволені до випуску, але не випущені акції компанії або випущені акції, що були викуплені компанією.

*Капітал* — основний вид інвестиційних ресурсів у формі матеріальних і грошових ресурсів, різних видів фінансових інструментів. У вузькому значенні — активи компанії (фірми) без зобов'язань (заборгованості).

*Капіталізація* — перетворення коштів на капітал. В інвестиційній діяльності найпоширенішими операціями капіталізації є капіталізація частини чистого прибутку, капіталізація дивідендів, капіталізація депозитного відсотка та ін.

*Капіталовіддача* — відношення річного обсягу продукції до статутного фонду.

*Капіталоозбросеність* — відношення статутного фонду до кількості працівників.

*Капітальні вкладення* — інвестиції у відновлення основних фондів і на приріст матеріально-виробничих запасів. Капітальні вкладення здійснюються у формі нового будівництва, розширення, реконструкції та технічного переустаткування.

*Квота* — 1. Частка в суспільному виробництві або збуті, яка встановлюється в межах різних угод для кожного учасника. 2. Кількісний показ-

ник, що характеризує значення експорту або імпорту для народного господарства.

*Кліринг* — система безготівкових розрахунків за товари, цінні папери і послуги, ґрунтується на заліку взаємних вимог і зобов'язань.

*Коефіцієнт автономії* — один з основних показників, що характеризує фінансову стабільність компанії (фірми). Він визначається шляхом ділення суми власного капіталу на суму всіх використовуваних коштів. Чим більше значення цього коефіцієнта, тим вища фінансова стабільність компанії (фірми).

*Коефіцієнт довгострокової заборгованості* — важливий показник оцінювання фінансової стабільності підприємства (фірми), що характеризує відношення суми довгострокової (понад рік) заборгованості до загальної суми всіх використовуваних ним коштів.

*Коефіцієнт капіталізації* — відношення активів до статутного фонду.

*Коефіцієнт ліквідності* — відношення активів до кредиторської заборгованості.

*Коефіцієнт оборотності активів* — відношення річного обсягу продукції до активів.

*Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості* — відношення річного обсягу продукції до кредиторської заборгованості.

*Контрольний пакет акцій* — кількість акцій, які дають інвестору право здійснювати фактичний контроль над акціонерною компанією. В Україні рішення, що підтверджує наявність контрольного пакета акцій, якщо його розмір не перевищує 51 %, приймає Антимонопольний комітет з урахуванням конкретних особливостей засновницьких документів і структури статутного фонду компанії.

*Кон'юнктура* — сукупність факторів, що характеризують стан якого-небудь процесу, діяльності, явища.

*Кон'юнктура інвестиційного ринку* — система факторів, що характеризують поточний стан попиту, пропозиції, цін і рівня конкуренції на інвестиційні проекти й послуги, а також об'єкти інвестування в усіх його формах.

*Кон'юнктурний цикл* — період часу, протягом якого послідовно змінюються всі стадії кон'юнктури інвестиційного ринку. Кон'юнктурний цикл поділяється на чотири стадії: 1) піднесення кон'юнктури; 2) кон'юнктурний бум; 3) послаблення кон'юнктури; 4) кон'юнктурний спад.

*Короткострокові інвестиції* — форма вкладення капіталу терміном до одного року. До них належать придбання короткострокових облігацій, короткострокових депозитних сертифікатів, розміщення коштів на депозитному вкладі та інші короткострокові фінансові вкладення.

*Кредитний відсоток* — сума, що виплачується одержувачем кредиту за користування позичковими коштами відповідно до встановленої ставки відсотка.

*Крива інвестицій* — графічне зображення залежності попиту на інвестиції від різних факторів: питомої ваги заощаджень у доходах; очікуваної норми прибутковості інвестицій; ставки позичкового відсотка; темпів інфляції тощо.

*Кумулятивні преференційні акції* — преференційні акції, випущені за умови, що не виплачені на них дивіденди нагромаджуються і будуть виплачені до того, як одержать дивіденди власники звичайних акцій.

*Купон* — частина облігаційного сертифіката, яка окремо від нього дає власнику право на одержання відсотка. Розмір відсотка і дата його виплати зазначені на купоні.

## Л

*Лицьова вартість* — вартість цінного паперу, зазначена на його лицьовому боці. Звичайно виплачується власнику в момент погашення і є індикатором ринкової ціни.

*Лізинг* — довгострокова форма оренди машин і устаткування, що одночасно використовується як одне із джерел формування інвестиційних ресурсів.

*Ліквідаційна вартість активів* — ціна продажу повністю відамортизованих активів (машин, механізмів, устаткування тощо) у разі їх заміни на нові.

*Ліквідність* — здатність активів використовуватись як безпосередні засоби платежу або бути готовими до швидкого перетворення на грошову форму без втрати поточної вартості.

*Ліквідність інвестицій* — здатність об'єктів інвестування бути реалізованими протягом короткого терміну без втрати реальної вартості.

*Лістинг* — внесення акцій компанії у список акцій, що котируються на певній біржі. Не внесені в цей список акції продаються “з прилавка”, на “вуличному” ринку.

*Ліцензія* — дозвіл, що видається компетентними державними органами на ведення деяких видів господарської діяльності, у тому числі зовнішньоторговельних операцій (експортна й імпортна ліцензія).

## М

*Маклер* — посередник під час укладання угод на фондових, торгових і валютних біржах, який виконує операції за рахунок клієнтів і одержує грошову винагороду у вигляді комісійних.

*Маркетинг* — система управління виробничою і збутовою діяльністю, заснована на комплексному аналізі ринку і спрямована на вирішення проблеми реалізації продукції шляхом цілеспрямованого формування попиту на продукцію і послуги.

*Менеджмент* — сукупність принципів, методів, засобів і форм управління виробництвом, розроблених і застосовуваних у США й інших країнах з метою підвищення ефективності виробництва і збільшення прибутків.

*Методи фінансування інвестицій* — принципові підходи до фінансування окремих інвестиційних проектів або програм. До основних методів фінансування інвестицій належать повне самофінансування, акціонування, кредитне фінансування, лізинг і селенг, змішане фінансування.

*Міждилерський, або “вуличний”, ринок*, також торгівля “з прилавка” — купівля-продаж цінних паперів (майже всіх облігацій і частини акцій) по телефону, минаючи торговий зал біржі.

*Місце* — термін, що означає право брокерської фірми торгувати на фондовій біржі й мати трейдерів у її торговому залі.

*Моніторинг* — систематичне спостереження за справжнім станом фірми, підприємства, організації з метою порівняння з бажаним.

*Моніторинг інвестиційного ринку* — механізм здійснення підприємством (фірмою) постійного спостереження макроекономічних факторів розвитку інвестиційного ринку й окремих його сегментів з метою оцінювання інвестиційного клімату та його поточної кон’юнктури.

*Моніторинг реалізації інвестиційних проектів* — механізм здійснення постійного спостереження за важливими поточними результатами реалі-

зації всіх інвестиційних проектів підприємства (фірми) в умовах кон'юнктури інвестиційного ринку, що постійно змінюється.

*Мультиплікатор інвестиційних витрат* — коефіцієнт, який показує, у скільки разів сума приросту національного доходу перевищує суму приросту чистих інвестицій в економіку країни. Модель такого мультиплікатора розробив Д. Кейнс.

## Н

*Нарощування* — метод приведення теперішньої вартості грошей до їх вартості в попередньому періоді, який використовується для оцінювання майбутньої вартості інвестицій.

*Незбалансований інвестиційний портфель* — портфель, що складається з інвестиційних проектів та фінансових інструментів, які значною мірою не відповідають меті його формування чи фінансовим ресурсам.

*Некумулятивний дивіденд* — преференційний дивіденд, що не нагромаджується і не належить власнику в разі неоголошення радою директорів компанії.

*Неплатоспроможність* — нездатність компанії (фірми) оплатити у визначений термін свої зобов'язання.

*Новий випуск* — пропозиція компанії або уряду для реалізації щойно випущених цінних паперів.

*Ноу-хау* — сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок і виробничого досвіду, що необхідні для організації того чи іншого виду виробництва, але не запатентовані. Розрізняють ноу-хау науково-технічного, управлінського, комерційного і фінансового характеру.

## О

*Об'єкти інвестування* — реальні інвестиційні проекти, об'єкти нерухомості, різноманітні фінансові інструменти (насамперед інструменти фондового ринку), які є предметом інвестування.

*Облігація* — сертифікат, що засвідчує факт заборгованості та зобов'язання боржника виплатити кредиторі певний відсоток від боргу і погасити борг (амортизацію) після закінчення певного періоду. Облігації мо-

жуть забезпечуватись активами або, як у випадку з облігаціями держави, просто загальною платоспроможністю емітента.

*Оборонні акції* — акції компанії, яка відома стабільним надходженням і виплатою прибутку і продемонструвала відносний імунітет до поганої кон'юнктури.

*Оборотність активів* — показник, що характеризує кількість оборотних активів компанії (фірми) у періоді, який розглядається.

*Окупність інвестицій* — процес повернення вкладених інвестиційних коштів через одержаний прибуток, амортизацію.

*Оперативне управління інвестиційним портфелем* — система заходів щодо реалізації включених у портфель інвестиційних проектів, моніторингу ефективності окремих об'єктів реального й фінансового інвестування та підготовки рішень про поточне коригування портфеля (шляхом “виходу” з окремих інвестиційних програм і продажу окремих фондових інструментів).

*Опціон* — право придбати або продати цінні папери за певною ціною у певний момент протягом певного терміну. Це право, у свою чергу, продається і купується. Воно є самостійним типом цінних паперів.

*Ордер* — сертифікат, що дає власнику право купувати цінні папери за наперед встановленою ціною у певний період. Ордер звичайно випускається разом з акціями для того, щоб залучити інвесторів до нового випуску.

*Основна ставка відсотка* — ставка, за якою комерційні банки дають позички найкредитоспроможнішим клієнтам.

## П

*Період окупності* — показник ефективності інвестицій, який характеризує термін, протягом якого вони окуповуються повністю. Цей показник розраховується шляхом ділення загальної суми інвестицій на середньорічний грошовий потік, приведений до реальної вартості.

*Податки* — обов'язкові платежі, стягнуті державою з населення, організацій і підприємств у законодавчо встановленому порядку.

*Показник поточної ліквідності* — основний показник ліквідності активів компанії (фірми), який характеризує відношення всіх поточних активів до всіх поточних зобов'язань.

*Премія за ліквідність* — додатковий дохід, який виплачується (чи передбачений до виплати) інвестору з метою відшкодування його ризиків, пов'язаних з низькою ліквідністю об'єктів інвестування. Розмір премії залежить від рівня ліквідності інвестицій.

*Премія за ризик* — додатковий дохід, який виплачується (чи передбачений до виплати) інвестору понад рівень, який може бути за безризиковими інвестиціями. Розмір премії залежить від рівня ризику і визначається за допомогою моделі “лінії надійності ринку”.

*Преференційні акції* — акції, власник яких має перевагу перед власником звичайних акцій під час розподілу дивідендів і майна корпорації в разі її ліквідації. Він не має такої переваги перед кредитором корпорації. Преференційні акції дають право голосу тільки тоді, коли дивіденди на них не відновлювались. Звичайно вони не дають права голосу, але приносять фіксовані дивіденди і цим схожі на облигації.

*Прибутковість інвестицій* — показник, що характеризує відношення середньорічної суми чистого прибутку до обсягу інвестицій. Він показує роль прибутку у формуванні загальної дохідності інвестицій.

*Прибутковість капіталу* — показник, який характеризує відношення суми чистого прибутку в певному періоді до середньої вартості власного капіталу в цьому ж періоді.

*Прибуток на акцію* — відношення річного балансового прибутку до загальної кількості акцій.

*Приватні інвестиції* — вкладення коштів, які здійснюються громадянами, а також компаніями (фірмами) недержавних форм власності.

## **P**

*Реальна ставка відсотка* — ставка відсотка, яка встановлюється з урахуванням зміни купівельної спроможності грошей у зв'язку з інфляцією.

*Реальний рівень відсотка* — номінальний рівень відсотка мінус рівень інфляції.

*Реальні інвестиції* — вкладення коштів у реальні матеріальні й нематеріальні (інноваційного характеру) активи.

*Реінвестування* — переміщення капіталу з одних активів в інші — ефективніші, діяльність у придбанні активів з метою одержання прибутку або досягнення соціального ефекту за рахунок прибутку, отриманого від експлуатації раніше придбаних активів.

*Рента* — регулярно одержуваний прибуток з капіталу, майна або землі, що не потребує від одержувача підприємницької діяльності.

*Рентабельність* — показник ефективності роботи підприємств, що визначається відношенням прибутку до середньорічної вартості основних виробничих фондів і нормованих оборотних коштів.

*Рентабельність активів* — відношення річного балансового прибутку до вартості активів підприємства.

*Рентабельність акціонерного капіталу* — відношення річного балансового прибутку до суми статутного фонду.

*Рентабельність продажів* — відношення балансового прибутку до річного обсягу продажів.

*Ризик втрати доходу* — один з рівнів ризику, який називається “критичним”; його критерієм є можливість втрати очікуваної суми валового доходу за об’єктом інвестування, що розглядається.

*Ризик втрати капіталу* — найвищий рівень ризику, який називається “катастрофічним”; його критерієм є можливість втрати всіх власних активів у результаті банкрутства.

*Ризик втрати прибутку* — рівень ризику, який називається “допустимим”; його критерієм є можливість втрати очікуваного чистого прибутку.

*Ризик інфляції* — ризик, пов’язаний із знеціненням доходу від інвестицій у зв’язку з інфляцією. В умовах прогнозування цього виду ризику інвестор може вимагати додаткового доходу у вигляді інфляційної премії.

*Ризик ліквідності* — особлива форма ризику, пов’язана з низькою ліквідністю об’єктів інвестування чи з великим періодом інвестиційного процесу. За наявності такого ризику інвестор може вимагати додаткового доходу у вигляді премії за ліквідність.

*Ризиковий капітал* — особлива форма вкладення капіталу з високим рівнем ризику в розрахунку на швидке одержання високої норми прибутку. Компанії (фірми) — об’єкти такого інвестування — називаються “венчурними” (ризиковими).

*Ризиковий портфель* — агресивний інвестиційний портфель з високим загальним рівнем ризику за ним.

*Ринкова інфраструктура* — система закладів та організацій (банків, бірж, страхових компаній, консультаційних та інформаційно-маркетингових фірм тощо), які забезпечують вільний рух товарів і послуг на ринку.



*Ринкова рівновага* — адекватне економічним законам співвідношення попиту і пропозиції; відповідність між обсягом і структурою попиту на товари й послуги та обсягом і структурою їх пропозиції.

*Ринок* — сфера економіки, де відбувається процес товарного обігу, перетворення товару на гроші й зворотнє перетворення грошей на товар; сукупність взаємозалежних актів купівлі-продажу маси товарів, вироблених у різних галузях економіки.

*Ринок позичкових капіталів* — система економічних відносин, які забезпечують акумуляцію вільних коштів, перетворення їх на позичковий капітал і його перерозподіл між учасниками процесу відтворення.

## С

*Сальдо* — різниця між грошовими надходженнями і витратами за певний проміжок часу.

*Санація* — система заходів, спрямованих на попередження банкрутства компанії (фірми) у разі її неплатоспроможності.

*Санкції економічні* — заходи примусового впливу, що застосовуються до підприємств (організацій), які допускають порушення у фінансово-господарській діяльності й тим самим завдають збитків партнерам або державі.

*Селенг* — один з видів залучених джерел фінансування інвестицій, який передбачає передання власниками (юридичними та фізичними особами) прав використання й розпорядження їхнім майном за певну плату. Таким майном можуть бути будівлі, споруди, устаткування, сировина, матеріали, кошти, цінні папери, а також продукти інтелектуальної праці.

*Сертифікат* — документ, який засвідчує якість товару і видається компетентними органами на основі експертизи товарів.

*Синдикат* — група інвестиційних дилерів, які спільно підписуються на нові випуски або великі блоки оборотних цінних паперів і поширюють їх.

*Складний відсоток* — відсоток, який періодично виплачується на інвестиції і додається до інвестицій. Майбутні платежі потім розраховуються за колишньою ставкою, але з більшої суми, відсоток за відсоток.

*Співвідношення ризику й доходу* — показник, що співвідносить рівень інвестиційного ризику й інвестиційного доходу та вимірюється за до-

помогою коефіцієнта варіації й моделі “лінії надійності ринку”. Використовується під час оцінювання та формування інвестиційного портфеля чи окремих інвестиційних проектів.

*Спільне інвестування* — діяльність, яка здійснюється в інтересах і за рахунок засновників і учасників інвестиційного фонду (частково — інвестиційною компанією) шляхом випуску інвестиційних сертифікатів і здійснення комерційної діяльності з цінними паперами.

*Стагнація* — стан економіки, коли застій або падіння виробництва поєднуються зі зростаючим безробіттям і постійним підвищенням цін (інфляцією).

*Суб'єкти інвестиційної діяльності* — сукупність фізичних і юридичних осіб — безпосередніх інвесторів і учасників інвестиційної діяльності.

## Т

*Тариф* — плата за послуги виробничого і невиробничого характеру, надані об'єднанням, підприємствам, організаціям і населенню.

*Тендер* — особлива форма видачі замовлень на постачання товарів або підрядів на виконання певних робіт, яка передбачає залучення пропозицій від кількох постачальників або підрядників з метою забезпечення найвигідніших комерційних або інших умов угоди для організаторів торгів.

*Теперішня вартість грошей* — вартість грошей у поточному періоді в разі їх зворотного перерахунку з майбутньої вартості. В інвестиційній діяльності розрахунок теперішньої вартості грошей здійснюється під час оцінювання майбутніх доходів від інвестицій і в деяких інших випадках.

*Термін погашення* — момент виходу зі стану заборгованості та виплати боргу.

*Торги* — змагальна форма закупівлі, коли покупець повідомляє про конкурс для продавців на товар з певними техніко-економічними характеристиками.

*Точка (пориг) безбитковості* — графічне зображення стану господарської діяльності компанії (фірми), що показує, при якому обсязі цієї діяльності чистий дохід від реалізації продукції (товарів, послуг) дорівнює сумі поточних постійних і змінних затрат (тобто досягається безбиткова діяльність).

*Тратта* — письмовий наказ кредитора позичальнику про сплату останнім певної суми третій особі. Підлягає акцептуванню позичальником.

*Треjder* — працівник брокерської фірми, який безпосередньо виконує замовлення на купівлю-продаж цінних паперів у торговому залі біржі.

## У

*Уповноважений представник* — продавець цінних паперів, який працює на інвестиційно-дилерську фірму і має документ про реєстрацію у відповідному державному органі (наприклад, комісії з цінних паперів).

*Учасники інвестиційної діяльності* — фізичні та юридичні особи, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень чи на основі доручення інвестора.

## Ф

*Факторинг* — вид послуг банку з рефінансування дебіторських зобов'язань клієнта без права зворотної вимоги.

*Фінансова стабільність* — стабільність фінансового стану компанії (фірми) у довгостроковій перспективі, яка визначається високою часткою власного капіталу в загальній сумі джерел фінансових коштів.

*Фінансові інвестиції* — вкладення коштів у різноманітні фінансові інструменти (активи), серед яких найбільшу частину становлять цінні папери.

*Фінансові інструменти* — об'єкти інвестування, які є різноманітними типами фінансових зобов'язань: депозитні вклади, ощадні сертифікати, акції, облігації, інвестиційні сертифікати та ін.

*Фінансові посередники* — інвестиційно-кредитні інститути, які акумулюють кошти індивідуальних інвесторів і використовують їх для інвестування чи кредитування. Фінансові посередники поділяються на три інституційні групи: інвестиційні, банківські, страхові. Інвестиційні інститути фінансових посередників представлені інвестиційними фондами, інвестиційними компаніями, трастовими компаніями (довірчими товариствами). Основні інвестиційні інститути — інвестиційні фонди та інвестиційні компанії — залучають гроші

шляхом випуску власних цінних паперів — інвестиційних сертифікатів.

*Фінансування інвестицій* — забезпечення інвестиційної діяльності необхідними коштами з різних джерел.

*Фірмачлен* — брокерська або інвестиційно-дилерська фірма, що є членом фондової біржі або національної асоціації інвестиційних дилерів.

*Фонд викупу* — фонд, що формується шляхом регулярних відрахувань коштів, призначених для викупу в намічений термін раніше емітованих цінних паперів (облігацій, ощадних сертифікатів).

*Фондовіддача* — відношення річного обсягу продукції до балансової вартості основних виробничих фондів.

*Форми інвестицій* — способи здійснення інвестицій у різні об'єкти. Розрізняють реальні й фінансові інвестиції, державні й приватні, прямі й непрямі, коротко- та довгострокові.

*Ф'ючерсні операції* — угоди на товарній або фондовій біржі на терміни, пов'язані з наданням обумовлених у контракті товарів або цінних паперів у встановлений час за ціною, зафіксованою в угоді. Існують спеціальні ф'ючерсні біржі, де здійснюються здебільшого угоди і страхування від несприятливих змін цін, які не завершуються постачанням товарів або наданням цінних паперів, а призводять до ліквідації контрактів і перерахунку між брокерами в межах різниці в цінах.

## Х

*Холдинг* — акціонерна компанія, яка використовує власний капітал для придбання контрольних пакетів акцій інших компаній з метою встановлення контролю над ними.

## Ц

*Цільовий інвестиційний прибуток* — попередньо встановлений розмір чистого прибутку щодо вкладеного капіталу, який є критерієм оцінювання ефективності інвестицій.

*Цінні папери на пред'явника* — цінні папери, на яких не зазначене ім'я власника або які не мають власника, чиє ім'я занесене в реєстр емітента.

## Ч

*Чартер* — 1. Угода між власником і фрахтовиком на оренду всього судна або частини на певний строк. 2. Документ, який видається державою і дає право на фінансово-кредитну діяльність.

*Чек* — спеціальний грошовий документ встановленої форми, що містить письмове розпорядження банку видати готівкою або перерахувати визначену суму з поточного рахунку чекодавця.

*Чисті інвестиції* — сума валових інвестицій, зменшена на суму амортизаційних відрахувань у розглядуваному періоді.

## **СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ТА РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ**

1. *Бершеда Е. Р.* Межотраслевые связи в инвестиционном процессе. — К.: Наук. думка, 1981. — 223 с.
2. *Бизнес-план инвестиционного проекта / В. М. Попов, Л. П. Кураков, Г. В. Медведев и др.* — М.: Финансы и статистика, 1997.
3. *Бланк И. А.* Инвестиционный менеджмент. — К.: МП “ИТЕМ”, ЛТД “Юнайтед Лондон Трейд Лимитед”, 1995.
4. *Бобков И. А.* Регулирование воспроизводства инвестиций и основного капитала в рыночной экономике. — М.: НИИУправления, 1991. — 256 с.
5. *Бочаров В. В.* Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 243 с.
6. *Бугаря Н. И., Гойко А. Ф., Рогожин П. С., Федоренко В. Г.* Рынок, предприятия и предпринимательская деятельность в Украине. — К.: Укрархстройинформ, 1993. — 120 с.
7. *Булагачев С. Н., Гечи М.* Инвестиционная политика в капитальном строительстве на новом этапе. — М.: Стройиздат, 1989. — 334 с.
8. *Бушуев С. Д., Гурин Э. А.* Инвестиционные инструменты проектного менеджмента. — К.: УкрИНТЭИ, 1998.
9. *Газибеков Д., Анелиди М.* Инвестиционная деятельность перед вхождением в рыночную экономику. — Ташкент: Изд-во ТИНХ, 1991. — 74 с.
10. *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы в развитии капитализма. — М.: Изд-во соц.-экон. лит., 1959. — 491 с.
11. *Голуб Л. Г., Хялаленс В. О.* Как управлять инвестициями // Экономика стр-ва. — 1990. — № 12. — С. 14–22.
12. *Грегори П.* Рынок финансового капитала в США и проблемы финансирования советских инвестиций // Экономика стр-ва. — 1990. — № 12. — С. 23–24.
13. *Гусаков В. М., Федоренко В. Г.* Стан підприємництва та напрями його подальшого розвитку на основі науково-технічного прогресу в будівельному комплексі України // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 1997. — № 1.
14. *Демяненко Н.* АПК України вийде на фондовий ринок // Коммерсант України. — 1993. — № 13. — С. 11.
15. *Дробязко А.* Коментарій к текущей валютной ситуации // Коммерсант України. — 1993. — № 11. — С. 6.
16. *Емельянов А. С., Беседин В. Ф., Козуб В. М.* Экономика инвестирования в научно-технический прогресс. — К.: Наук. думка, 1988. — 311 с.
17. *Ермошенко Н. Н.* Экономика: Научно-технический прогресс, инвестиционная политика, управление. — К.: Наук. думка, 1990. — 184 с.
18. *Жилева Н.* Золотое правило инвестирования // Экономика и жизнь. — 1992. — № 1. — С. 7.

19. *Зотов М. С.* Совершенствование инвестиционного процесса // *Вопр. экономики.* — 1985. — № 4. — С. 83–93.
20. *Іткін О. Ф.* Економічні механізми інноваційної та інвестиційної діяльності і реставрації магістральних трубопроводів України. — К.: Науковий Світ, 2002.
21. *Каменева О., Новоселов М., Рабина А.* Банки стали авангардом свободных цен // *Коммерсант.* — 1991. — № 47. — С. 14.
22. *Короткова М. С.* Денежно-кредитные проблемы стабилизации народного хозяйства // *Деньги и кредит.* — 1991. — № 3. — С. 59–67.
23. *Крупка Я. Д., Литвин Б. М.* Вдосконалення методики обліку інвестиційної діяльності та будівельного виробництва. — К.: Екон. думка, 1998.
24. *Крупка Я. Д., Литвин Б. М.* Інвестиційний бізнес-план. — К., 1997.
25. *Ливень О.* Иностранный капитал в Украину нужно привлекать активнее // *Коммерсант Украины.* — 1993. — № 9. — С. 13.
26. *Львов Ю. Л.* Основы экономики и организации бизнеса. — СПб.: ГМП “Формика”, 1992. — 382 с.
27. *Матькин Ю. А.* Инвестиционная деятельность в условиях перехода к регулируемой рыночной экономике СССР // *Экономика стр-ва.* — 1990. — № 11. — С. 12–22.
28. *Михайлова Е. В.* Финансовый рынок в Российской федерации. — СПб.: Изд-во СПб. ун-та экономики и финансов, 1992. — 176 с.
29. *Народное хозяйство Украины в 1992 г.:* Стат. сб. — К.: Тэхника, 1993. — 360 с.
30. *Немчинский А. Б., Заикин П.* Экономическое обоснование инвестиций в условиях формирования рыночных отношений. — М.: Стройиздат, 1991. — 152 с.
31. *Николаев В. П.* Введение в рыночную экономику строительства. — К.: Будивельник, 1991. — 152 с.
32. *Пиндайк Р., Рубинфельд Д.* Микроэкономика: Сокр. пер. с англ. — М.: Экономика, Дело, 1992. — 510 с.
33. *Радченко В.* Нужно ли нам бояться дефицитного бюджета? // *Экономика и жизнь.* — 1991. — № 46. — С. 9.
34. *Райзберг Б. А.* Рыночная экономика // *Деловая жизнь.* — 1993. — № 1. — С. 5–93.
35. *Русские биржевые ценности. 1914–1915 гг.* / Под ред. М. И. Боголепова. — СПб., 1915. — 138 с.
36. *Симоненко К.* Чему до сих пор не перестает удивляться Всемирный банк? // *Бизнес.* — 1999. — № 9. — 1 марта. — С.14.
37. *Солунский А. М.* Организационно-экономические методы совершенствования инвестиционной деятельности в условиях рыночной экономики // *Экономика стр-ва.* — 1990. — № 2. — 94 с.
38. *Федоренко В. Г. і К<sup>о</sup>.* Страховий і інвестиційний менеджмент. — К.: МАУП, 2002.
39. *Федоренко В. Г. і К<sup>о</sup>.* Інвестування. Зайнятість. Освіта. — К.: Науковий Світ, 2002.

40. Федоренко В. Г. і Ко. Шляхи підвищення ефективності інвестицій в Україні.: — К.: Науковий Світ, 2003.
41. Федоренко В. Г. Інвестиційний менеджмент. — К.: МАУП, 1999.
42. Федоренко В. Г. Інвестиції і капітальне будівництво в ринкових умовах. — К.: Міжнар. фінанс. агенція, 1998.
43. Федоренко В. Г. Перспективи розвитку капітального будівництва за ринкових умов // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 1997. — № 2.
44. Федоренко В. Г. Створення промислово-фінансових груп і проблеми управління корпоративними правами // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 1999. — № 2.
45. Федоренко В. Г., Бондаренко Е. В. Будівництво та інвестиції в Україні. — К.: Знання, 1998.
46. Федоренко С. В. Капітальне будівництво та інвестиції в умовах ліквідації наслідків аварій // Проблемы инвестиционного менеджмента в Украине: Сб. науч. тр. Прилож. № 2(7) к науч. журн. “Персонал”, № 1(55), 2000. — С. 161.
47. Федоренко С. В. Проблеми залучення іноземних інвестицій і розвиток економіки України // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 1999. — № 2.
48. Федотова М. А. Доходы предпринимателя. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 96 с.
49. Хейне П. Экономический образ мышления. — М.: Новости, 1991. — 701 с.
50. Чернявский А. Д. Инвестирование в подготовку кадров — наиболее рациональное и перспективное вложение капиталов // Проблемы инвестиционного менеджмента в Украине: Сб. науч. тр. Прилож. № 2(7) к науч. журн. “Персонал”, № 1(55), 2000. — С. 193.
51. Чернявский А. Д. Организация управления в условиях рыночных отношений. — К.: МЗУУП, 1994.
52. Чернявский А. Д. Современные тенденции развития организационных форм управления в Украине // Персонал. — 1997. — № 4. — С. 3–7.
53. Чернявский А. Д. Трансформация организационных форм управления в процессе развития рыночных отношений // Персонал. — 1996. — № 2. — С. 22–36.
54. Шевчук В. Я. Современная инвестиционная политика в экономике Украины // Пром. стр-во и инж. сооружения. — 1991. — № 4. — С. 3–4.
55. Шевчук В. Я. Умови ефективного інвестування в будівництві. — К.: Будівельник, 1991. — 112 с.
56. Шпек Р. Іноземні інвестиції в Україні // Уряд. кур’єр. — 1996. — № 62. — 2 квіт. — С. 5.
57. Щёкин Г. В. К разработке концепции управления современным обществом // Персонал. — 1999. — № 1. — С. 1–23.
58. Щукін Б. М. Інвестиційна діяльність. — К.: МАУП, 1998.
59. Эклунд К. Эффективная экономика — шведская модель. — М.: Экономика, 1991. — 349 с.
60. Якушин Л. С. Строительство и инвестиции // Экономика стр-ва. — 1991. — № 4. — С. 59–62.



<b>Вступ</b> .....	3
<b>Розділ 1</b>	
<b>Поняття інвестицій та інвестиційного менеджменту</b> .....	7
1.1. Економічна сутність інвестицій .....	7
1.2. Класифікація інвестицій .....	10
1.3. Сутність, мета і завдання інвестиційного менеджменту .....	12
1.4. Основні поняття інвестиційної діяльності .....	13
<b>Розділ 2</b>	
<b>Управління інвестиційною діяльністю</b> .....	17
2.1. Важелі інвестиційної діяльності .....	17
2.2. Функції управління інвестиційною діяльністю .....	19
2.3. Структура фінансового аналізу підприємства .....	24
<b>Розділ 3</b>	
<b>Інвестиційний процес</b> .....	30
3.1. Регулювання інвестиційної діяльності державними органами .....	31
3.2. Стадії інвестиційного процесу .....	33
3.3. Потреба зміни інвестиційної стратегії в Україні .....	37
<b>Розділ 4</b>	
<b>Перспективні напрями інвестиційної стратегії</b> .....	40
4.1. Основні напрями інвестиційної стратегії .....	40
4.2. Планування та контроль капіталовкладень .....	43
4.3. Досвід класифікації капіталовкладень в економічно розвинених країнах .....	48
<b>Розділ 5</b>	
<b>Перспективи розвитку капітального будівництва у ринкових умовах. Підприємницька діяльність у будівельному комплексі України</b> .....	50
5.1. Організація підприємницької діяльності в будівельному комплексі України .....	50
5.2. Структура управління будівельним комплексом України. Методи активізації інвестиційної політики .....	52

5.3. Основні напрями розвитку підприємництва в будівельній діяльності .....	54
5.4. Організація проектування та ліцензування .....	58

## **Розділ 6**

<b>Цінні папери та фінансові інвестиції .....</b>	<b>61</b>
6.1. Види цінних паперів, їх характеристика та призначення. Основні операції з цінними паперами .....	61
6.2. Ринок фінансових ресурсів і цінних паперів .....	69
6.3. Ризик інвестування .....	71
6.4. Вибір об'єктів інвестування та джерела інформації про об'єкти інвестування .....	75

## **Розділ 7**

### **Розвиток фінансових систем України**

<b>в умовах переходу до ринкової економіки .....</b>	<b>79</b>
7.1. Фінанси і форми фінансових відносин в економіці .....	79
7.2. Фінансові зв'язки між державою і підприємством, підприємством і державою .....	82
7.3. Фінансові зв'язки між державою і громадськими організаціями, державою і населенням .....	89
7.4. Податки і податкова система .....	90
7.5. Кредити населення і депозити небанківських кредитно-фінансових структур .....	95
7.6. Бюджет і структура державної бюджетної системи .....	99
7.7. Банки і банківська система .....	105

## **Розділ 8**

### **Перспективи відродження і розвитку фінансового ринку**

<b>інвестицій в Україні .....</b>	<b>113</b>
8.1. Основні економічні передумови відродження фінансового ринку інвестицій .....	113
8.2. Державний внутрішній борг і його роль у розвитку грошового та фінансового ринку .....	124
8.3. Основні тенденції розвитку фінансового ринку в Україні .....	133
8.4. Розвиток інституціональної структури фінансового ринку .....	139
8.5. Організаційно-економічні умови розвитку ринку цінних паперів в Україні .....	145

## *Розділ 9*

<b>Формування фінансового ринку в ринковій економіці</b> .....	153
9.1. Загальне поняття ринку і класифікація ринків .....	153
9.2. Фінансовий ринок і класифікація фінансових ринків .....	157
9.3. Ринок цінних паперів .....	161
9.4. Фінансові інструменти грошового ринку .....	165
9.5. Фінансові інструменти ринку інвестицій .....	167
9.6. Формування інфраструктури фінансового ринку .....	171
9.7. Фінансові посередники .....	175

## *Розділ 10*

<b>Фінансовий капітал і фінансовий ринок</b> .....	179
10.1. Ринок чинників виробництва і капіталу .....	179
10.2. Інвестиційний капітал, його постачальники і споживачі .....	186
10.3. Особливості кругообігу фінансових інвестицій .....	190
10.4. Фінансовий капітал .....	196
10.5. Загальна характеристика фінансових ринків у сучасній ринковій економіці .....	203
10.6. Страхування і фінансові інвестиції .....	208

## *Розділ 11*

<b>Розвиток організаційно-господарських структур у ринковій економіці та управління їх фінансовим капіталом</b> .....	212
11.1. Основи формування організаційно-господарських структур і утворення в них фінансового капіталу .....	212
11.2. Показники фінансової стабільності й інтенсивності використання капіталу підприємства .....	218
11.3. Особливості фінансового управління в ринковій економіці .....	228
11.4. Комерційне і фінансове підприємництво .....	235
11.5. Ціна і механізм ринкового ціноутворення .....	238

## *Розділ 12*

<b>Фінансові проблеми формування системи інвестицій підприємства в умовах ринку</b> .....	247
12.1. Способи і методи вибору інвестиційних рішень в умовах ризику .....	247
12.2. Формування фінансових ресурсів і джерела їх утворення на підприємстві .....	257

12.3. Методи оцінювання ринкової вартості акцій і боргу .....	265
12.4. Боргові фінансові ресурси підприємства .....	270
12.5. Управління портфелем цінних паперів на підприємстві .....	276
12.6. Розподіл прибутку підприємства на реінвестування розвитку виробництва і дивіденди .....	280

### ***Розділ 13***

<b>Інвестиційний проект .....</b>	<b>287</b>
13.1. Склад і характеристика інвестиційного проекту. Основні документи, що стосуються управління реалізацією інвестиційного проекту .....	287

### ***Розділ 14***

<b>Структура інвестиційного бізнес-плану .....</b>	<b>295</b>
14.1. Послідовність розробки інвестиційного бізнес-плану .....	295
14.2. Джерела інформації для складання бізнес-плану .....	296
14.3. Оцінювання ефективності інвестиційного проекту .....	299
14.4. Методи аналізу ринку і конкурентного середовища .....	303
14.5. Методи розрахунку потреб ресурсів .....	307
14.6. Організація реалізації інвестиційного проекту .....	309
14.7. Інвестиційні ризики та форми їх страхування .....	310
14.8. Стратегія фінансування інвестиційного проекту .....	313

### ***Розділ 15***

<b>Характеристика варіантів бізнес-плану інвестиційного проекту .....</b>	<b>325</b>
15.1. Структура бізнес-плану інвестиційного проекту. Оцінювання ризиків та ефективності інвестиційного проекту .....	325

### ***Розділ 16***

<b>Внутрішні інвестиції .....</b>	<b>336</b>
16.1. Основні причини зменшення обсягів внутрішніх інвестицій .....	336
16.2. Основні напрями активізації внутрішнього інвестиційного ринку України .....	338
16.3. Промислово-фінансові групи як організаційна форма управління внутрішніми інвестиціями .....	339
16.4. Особливості діяльності промислово-фінансових груп в Україні .....	340

## ***Розділ 17***

<b>Іноземні інвестиції в Україні</b> .....	347
17.1. Переваги та недоліки залучення іноземних інвестицій .....	347
17.2. Характеристика та обсяги іноземних інвестицій в Україні в 90-х роках .....	348
17.3. Інвестиційна політика в економічно розвинених країнах .....	352
17.4. Інвестування у слаборозвинених країнах .....	356
17.5. Методи залучення іноземного капіталу .....	358
17.6. Стратегія залучення іноземних інвестицій .....	361
17.7. Система стимулювання іноземних інвесторів .....	366
17.8. Система державного регулювання інвестиційних процесів .....	367
17.9. Основні напрями іноземного інвестування .....	368

## ***Розділ 18***

<b>Інвестиційна та інноваційна діяльність</b> .....	373
18.1. Інновації, інноваційний процес та інноваційна діяльність .....	373
18.2. Джерела фінансування інноваційних інвестицій .....	382
18.3. Спрямування економічної політики на посилення інвестиційної діяльності. Бюджетно-податкова політика .....	391
18.4. Грошово-кредитна політика в інвестиційно-інноваційному процесі .....	401
18.5. Інноваційна спрямованість інвестицій .....	412
18.6. Методологічні підходи до здійснення фінансової оцінки інноваційних проєктів .....	425

## ***Розділ 19***

<b>Оцінювання ефективності інвестицій</b> .....	440
19.1. Оцінювання зміни вартості грошей у часі .....	440
19.2. Показники ефективності інвестицій .....	443

<b><i>Термінологічний словник</i></b> .....	447
---	-----

<b><i>Список використаної та рекомендованої літератури</i></b> .....	470
--	-----

The educational material is given in the 3rd edition of the textbook taking into account the reorganization practice, recent scientific projects and legislative acts of Ukraine. Special attention is focused to the innovative activity and its relation with investment that has a great importance during restructuring and stimulates industrial economical rising. The problems of investment period shortening and improvement of its scientific and technical level are discussed. The main attention is brought to the problems of revival of the financial investment and capital market, promotion of bank system functioning, development of joint-stock companies' capital and state securities. The problems of business plan development as well as their introduction and questions of insurance capital use in the investment processes are scrutinized.

It is meant for students and lecturers of high schools and higher educational institutions as well as for the wide range of specialists concerned with the problems of investment.

Навчальне видання  
**Федоренко Валентин Григорович**  
**ІНВЕСТОЗНАВСТВО**  
*Підручник*

3-тє видання, доповнене

Educational edition  
**Fedorenko, Valentyn G.**  
**SCIENCE OF INVESTMENT**  
*Textbook*

3rd edition, supplemented

Відповідальний редактор *М. В. Дроздецька*

Редактори *О. І. Масвська, І. В. Хронюк*

Коректор *Т. К. Валицька*

Комп'ютерне верстання *В. М. Бойко, А. В. Цебренко*

Оформлення обкладинки *О. О. Стеценко*

Підп. до друку 17.12.03. Формат 60 × 84/16. Папір офсетний. Друк офсетний.

Ум. друк. арк. 27,88. Обл.-вид. арк. 29,6. Тираж 5000 пр. Зам. №

Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП)  
03039 Київ-39, вул. Фрометівська, 2, МАУП

*Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
суб'єктів видавничої справи ДК № 8 від 23.02.2000*

ВАТ "Білоцерківська книжкова фабрика"  
09117 Біла Церква-17, вул. Леся Курбаса, 4