

АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Проаналізовано класифікацію фінансових інвестицій. Запропоновано оцінку ефективності окремих фінансових інструментів.

Ключові слова: інвестиції, фінансові інвестиції, фінансові інструменти, оцінка фінансових інвестицій.

Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» трактує фінансову інвестицію як господарську операцію, яка передбачає придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативних та інших фінансових інструментів. У даному Законі вперше вжито термін «фінансова інвестиція».

Більш ґрунтовно розглядається це поняття у Положеннях (стандартах) бухгалтерського обліку. Визначення терміна «фінансова інвестиція» наведено, зокрема, в П(С)БО 2 «Баланс». Під фінансовими інвестиціями розуміють активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (відсотків, дивідендів), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора.

Отже, капітальні інвестиції – це вкладення у виробничі фонди (основні та оборотні), а фінансові інвестиції – вкладення в інші суб'єкти господарської діяльності з метою одержання прибутку або інших вигод у майбутньому.

Метою нашої статті є аналіз ефективності фінансових інвестицій та обґрунтування методологічних підходів до оцінки їх вартості.

Фінансові інвестиції можуть ґрупуватися за різними ознаками. Так за терміном утримання інвестиції поділяються на довгострокові (що утримуються більше року, а також усі інші інвестиції, які не можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент), поточні (на строк, що не перевищує один рік, і ті, що можна вільно реалізувати на ринку).

За відношенням до власності можна виділити інвестиції, що засвідчують право власності, і такі, що не засвідчують такого права.

До першої групи належать інвестиції, що:

- засвідчують право власності інвестора на частку у капіталі об'єкта інвестування;
- виступають у формі придбаних цінних паперів чи здійснених внесків у статутний капітал інших підприємств;
- не обмежені конкретними термінами повернення інвестицій;
- утримуються з метою одержання доходу, а не продажу.

До другої групи включаються інвестиції, що мають боргову природу:

- є видом боргових цінних паперів або договорів, що засвідчують відносини позики;
- утримуються підприємством до їх погашення з метою отримання доходів (відсотків) або для перепродажу;

за ними встановлені конкретні терміни повернення.

За ступенем впливу на об'єкт інвестування виділяють інвестиції з незначним впливом (якщо інвестор контролює до 25 % капіталу об'єкта інвестування); з суттєвим впливом (якщо інвестор придбав блокувальний пакет – 25-50% акцій об'єкта інвестування); повний контроль (якщо інвестор контролює понад 50 % акцій об'єкта інвестування).

Відносини між інвестором та інвестованим підприємством, якщо перша сторона контролює понад 25% акцій об'єкта інвестування, класифікуються як відносини між пов'язаними сторонами. До них відносяться інвестиції у спільну діяльність, у дочірні та асоційовані підприємства.

За призначенням фінансові інвестиції поділяються на ті, що для продажу, і такі, що для утримання. У першому випадку інвестиції розглядаються як звичайний товар, що підлягає реалізації. Наслідком інвестицій, що придбані з метою їх подальшого утримання, є одержання частини прибутку (дивідендів) від суб'єкта інвестування, участь в управлінні цим суб'єктом.

У вітчизняній та світовій практиці застосовують різні методологічні підходи до оцінки вартості інвестицій, зокрема довгострокових з терміном утримання понад один рік. Необхідно розрізняти методи оцінки, що застосовуються на момент придбання інвестицій і формують їх первісну вартість, а також оцінку на дату складання балансу (рис. 1).

За П(С)БО 12 у момент придбання інвестиції оцінюються за їх фактичною собівартістю. Вона складається з ціни їх купівлі, комісійних винагород, мита, податків, зборів, обов'язкових платежів та інших зборів, безпосередньо пов'язаних з придбанням фінансових інвестицій.

Якщо придбання інвестицій здійснюється не за гроші, а в обмін на інші активи, то первісна вартість їх придбання встановлюється на рівні справедливої вартості переданих в обмін цінних паперів власної емісії або відпущених за бартерним контрактом інших активів, які обмінюються на інвестиції.

У подальшому інвестиції, що утримуються, можна оцінювати на дату складання балансу за іншими видами оцінки. Методи оцінки інвестицій залежать від того, чи призначені вони для продажу чи будуть утримуватися з метою одержання прибутку. У першому випадку оцінка інвестицій на дату складання балансу здійснюється за справедливою вартістю або за собівартістю з урахуванням зменшення корисності. Фінансові інвестиції, справедливую вартість яких достовірно

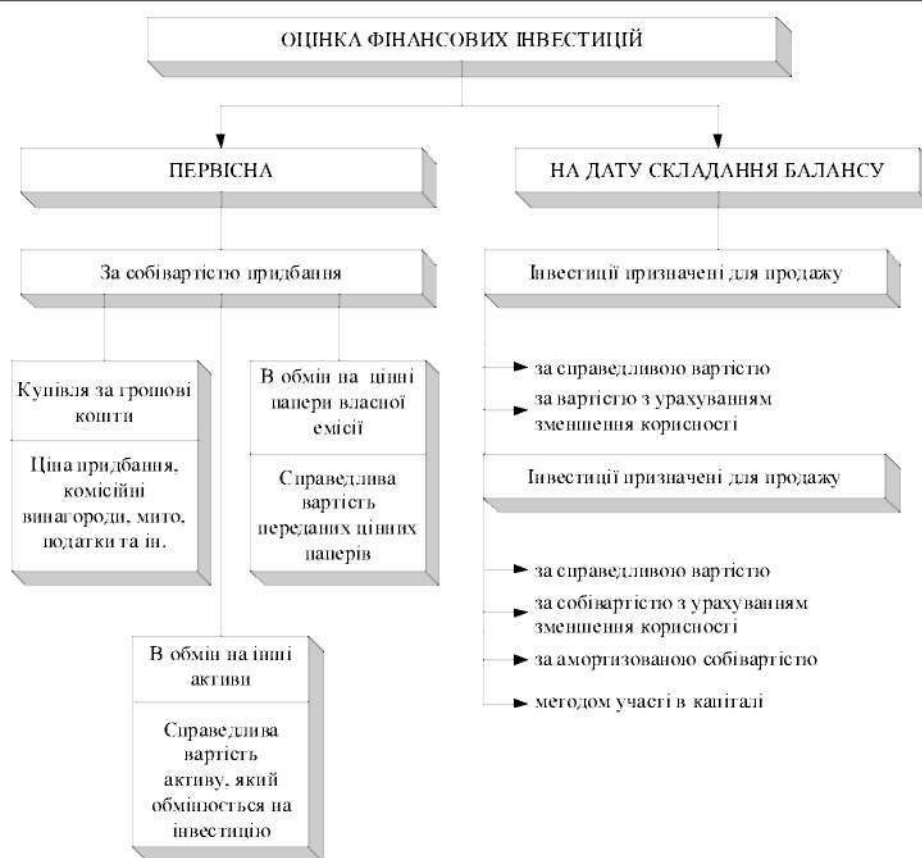


Рис. 1. Оцінка фінансових інвестицій за П(С)БО

визначити неможливо, повинні відображатися в обліку за їх собівартістю з урахуванням зменшення корисності таких інвестицій.

Якщо інвестиції не призначені для продажу, а утримуються з метою одержання прибутку, то, крім названих способів, можуть використовуватися й інші методи, зокрема оцінка за амортизованою собівартістю або за методом участі в капіталі.

Здійснення фінансових інвестицій обумовлене необхідністю ефективного використання інвестиційних ресурсів за таких умов:

- якщо кон'юнктура фінансового ринку дозволяє отримати значно більший рівень прибутку на вкладений капітал, ніж операційна діяльність на товарних ринках;
- коли у підприємства є тимчасово вільні грошові активи;
- якщо підприємство планує галузеву, регіональну або товарну диверсифікацію своєї діяльності шляхом придбання діючих підприємств.

Оцінка ефективності цінних паперів здійснюється за допомогою ставки дохідності. Дохідність цінного паперу визначається відношенням суми одержаного доходу до фінансових вкладень, виражене у відсотках. Для оцінки ефективності фінансових інвестицій підприємства загалом використовують середній рівень дохідності, що враховує структуру цінних паперів, які мають різний рівень дохідності.

Головне завдання аналізу фінансових інвестицій – визначити найбільш ефективні цінні папери шляхом розрахунку майбутніх доходів, умов їх одержання. В процесі аналізу вивчається обсяг і структура інвестування у фінансові активи, розраховуються темпи його зростання, а також дохідність фінансових вкладень у цінні папери та фінансові інвестиції загалом.

Досліджуючи фінансові інвестиції, основну увагу доцільно звернути на ті цінні папери, які можуть легко та ефективно переходити від одного власника до другого (акції та облігації).

Оцінка ефективності окремих фінансових інструментів може бути здійснена за допомогою як абсолютних, так і відносних показників. Абсолютні показники характеризуються:

- поточною ринковою ціною фінансового інструмента (цінним папером);
- внутрішньою вартістю цінного паперу, виходячи з суб'єктивної оцінки кожного інвестора.

Відносний показник – це дохідність у відсотках. Різниця між ціною і вартістю паперу в тому, що ціна – це об'єктивний декларований показник, а внутрішня вартість – розрахунковий показник, результат особистого суб'єктивного підходу інвестора.

Поточна внутрішня вартість будь-якого цінного паперу може розраховуватися за формулою

$$PV_{i,n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

де $PV_{i,n}$ – поточна внутрішня вартість цінного паперу;

CF_n – очікуваний зворотній грошовий потік в n -му періоді;

r – норма дохідності за фінансовим інструментом;

n – число періодів одержання доходів.

Використовуючи вищенаведену формулу, можна визначати поточну вартість будь-якого фінансового інструмента. Якщо ринкова вартість останнього буде перевищувати його поточну внутрішню вартість, то інвестору немає сенсу придбати його на ринку, оскільки він одержить прибуток менший від очікуваного.

Навпаки, у такому випадку власнику цього цінного паперу вигідно продати його.

Поточна вартість фінансового інструменту залежить від трьох основних факторів: очікуваних грошових надходжень; тривалості прогнозного періоду одержання доходів і необхідної норми прибутку. Часовий горизонт прогнозування залежить від виду цінних паперів. Для облігацій і привілейованих акцій він обмежений, а для звичайних акцій термін дії не обмежений.

Потрібна норма прибутку, яку інвестор закладає в алгоритм розрахунку як дисконт, відображає дохідність альтернативних для конкретного інвестора варіантів вкладення капіталу. Це може бути величина відсоткової ставки за банківськими депозитами, рівень відсотка за державними облігаціями тощо.

Для окремих цінних паперів існують свої особливості розрахунку поточної вартості і дохідності. Це залежить від формування зворотного грошового потоку за окремими видами цінних паперів.

Важливим в аналізі фінансових інвестицій є обґрунтування їх портфеля за критерієм максимальної дохідності. Дохід фінансових інвестицій складається з двох частин: доходу зміни вартості активів і доходу від отримання дивідендів.

Акції та їх дохідність. Існує кілька підходів до прогнозування ціни акції:

- фундаментальний – ґрунтується на галузевих та фінансових дослідженнях з оцінки емітента, його бізнесу та економічних умов його діяльності;
- статистичний – враховує накопичену інформацію про ціни на цінні папери та використовує методи статистичного прогнозування, регресії (бета-аналізу);
- технічний – передбачає побудову графіків динаміки курсу цінних паперів та інших показників.

Для отримання доходу з акцій не нижче допустимого рівня ризику необхідно, щоб разовий платіж у вигляді ціни за акцію компенсувався дисконтованою сумою дивідендів з цієї акції. Дивіденди утворюють фінансову ренту, тому ціна акцій дорівнює:

$$Z_0 = d_v - d, \quad (2)$$

де d_v – щорічний майбутній дивіденд;

d – ставка дохідності за альтернативним вкладенням з однако-вим рівнем ризику.

Якщо прогнозується річний приріст дивідендів з акції, наприклад, на величину k відсотків, то ціна акції може бути:

$$Z_v = \frac{d_v}{d - k}. \quad (3)$$

Якщо через n років акція буде продана, то ціна акції дорівнюватиме сумі приведених величин потоку дивідендів та дисконтованої ціни реалізації. В інвестиційному аналізі застосовується кілька показників, за допомогою яких оцінюються прибутковість та дохідність акцій. Перший – це дохідність за певний одиничний період часу. Другим є показник поточної дохідності. Він вважається основним статистичним індикатором, який дозволяє порівняти ступінь дохідності акцій різних емітентів з іншими альтернативними видами збережень.

У процесі аналізу привілейованих акцій оцінюється їх забезпеченість, дивідендне покриття, можливість конверсії, кумулятивність дивіденду. Дивідендне

покриття (DP) визначається за формулою

$$DP = (Pr - P - P_t) / \sum d_v, \quad (4)$$

де Pr – прибуток;

P – податки;

P_t – відсоткові платежі з прибутку.

Коефіцієнт покриття (KP) – це відношення суми чистих активів (A_r) до сумарної вартості привілейованих акцій (A_p):

$$KP = A_r / A_p, \quad (5)$$

Чисті активи в розрахунках за привілейованими акціями ви-значають за формулою

$$A_r = \sum A_p - Z - ZA - N_a - ZA_s, \quad (6)$$

де A_p – активи підприємства;

Z – збитки підприємства;

ZA – загальна заборгованість;

N_a – нематеріальні активи;

ZA_s – заборгованість з оплати акцій.

Коефіцієнт дивідендного покриття відображає надійність щодо виплати дивідендів у поточній діяльності підприємства. Водночас цей коефіцієнт визначає ризик неповернення вкладень.

Кумулятивність привілейованих акцій полягає в тому, що при невиплаті дивідендів у поточному році їх виплата переноситься на наступний рік. У ході аналізу необхідно звернути увагу на методи розрахунку вартості акцій. Тут можуть застосовуватися такі методи визначення вартості акцій: вартість акцій за балансом; дійсна вартість акцій; розрахункова вартість акцій.

Вартість акцій за балансом показує, яка частка акціонерного капіталу та резервного страхового фонду припадає на одну випущену акцію. Дійсна ціна акцій при біржових операціях визначається тенденціями попиту та пропозиції акцій. Розрахункова вартість останніх використовується як орієнтир для наступних операцій.

Вартість акцій за балансом у більшості випадків менша їх дійсної вартості. Відповідно, чим менша ця різниця, тим вище оціню-ються акції. Показник дійсної вартості акцій показує, яка величина всіх капітальних ресурсів підприємства припадає на одну випущену акцію. Розрахунок дійсної вартості є важливим при економіч-ному аналізі за умови придбання контрольного пакету акцій або ліквідації підприємства.

Аналіз дохідності облігацій. Облігація – це цінний папір, що дає можливість її власнику отримати дохід у вигляді фіксованих відсотків та різниці між ціною придбання і номіналом, за яким облігація погашається. За формами виплати доходів облігації поділяються на відсоткові і дисконтні.

За відсотковими облігаціями умови емісії передбачають пері-одичну виплату відсотків відповідно до встановленої на них купонної ставки. Розрізняють облігації з фіксованою і плаваючою ставкою відсотка, що змінюється залежно від рівня інфляції або ставки відсотка за кредит. Відсотки за ними можуть виплачуватися рівно-мірно або в кінці погашення їх.

За дисконтними облігаціями в умовах емісії виплати відсоткового доходу не передбачено. Дохід власника облігації утворюється як різниця між номінальною вартістю облігації і ціною її придбання, яка визначається на дисконтній основі.

В інвестиційному аналізі операцій з облігаціями важливим є оцінка максимальної ціни. Для інвестора

ціна облігації повинна бути такою, щоб забезпечити хоча б мінімальний рівень дохідності. Тому ціну облігації необхідно розраховувати та використовувати в операціях на рівні дисконтованої суми всіх майбутніх надходжень. Ставка дисконтування приймається на рівні максимально допустимої дохідності.

Надходження від облігацій дорівнюють дисконтованій сумі купонних платежів та дисконтованого платежу погашення, що відповідає номіналу. Ці надходження дорівнюють ціні облігації, яка платиться за її придбання. При цьому необхідно враховувати:

- кількість нарахованих відсотків купонного доходу з облігації в рік;
- ставку оподаткування доходу з облігації і з альтернативних безризикових вкладень;
- термін до одержання чергового купонного доходу.

Курс та ціна облігації. Курс облігації – це купівельна ціна однієї облігації в розрахунку на 100 одиниць номіналу. Курс облігації залежить від середньої величини позичкового відсотка, терміну погашення, ступеня надійності емітента та інших факторів. Облігації мають номінальну ціну, ціну викупу та ринкову ціну. Номінальна ціна формально виражає базу нарахування відсотків. Викупна ціна – викуплення облігації емітентом після закінчення строку займу. Ринкова (курсова) ціна визначається кон'юктурою ринку. У момент емісії вона може дорівнювати номіналу або відрізнятися від нього у від'ємну чи додатну сторону.

Продажна ціна облігації еквівалентна майбутнім надходженням з облігації. Тому з наближенням моменту її викупу курс облігації з премією знижується. Курс облігації, купленої з дисконтом, буде підвищуватись через те, що у момент її погашення власник одержить суму, що дорівнює номіналу. Отже, з наближенням дати викупу відбувається погашення дисконту, що впливає на оцінку облігації та її курс.

З огляду на характер облігації як форми боргового зобов'язання та умови її випуску, визначаються розміри купонного доходу та величини погашення. Якщо інвестор купує облігацію з фіксованим доходом у момент її розміщення чи продажу, він має можливість певний час отримувати фіксований відсоток від номіналу, а в кінці обігу облігації – її погашення, як правило, у розмірі номінальної вартості облігації.

Дохідність від облігацій зі змінною ставкою встановлюється з урахуванням змін позичкового відсотка. У випадку безкупонної облігації дохід накопичується і виплачується при погашенні. Для облігацій, що погашаються в кінці терміну їх дії, розрізняють купонну, поточну та повну дохідність.

Купонна дохідність – це норма відсотка, що вказана на цінному папері й яку емітент зобов'язаний виплатити з кожного купона. Платежі з купонів можуть здійснюватись раз у квартал, з півріччям або раз у рік.

Поточна дохідність відображає відсоток доходу, який щорічно одержує власник облігації на інвестований капітал, тобто це відсоткове відношення ставки купонної дохідності до курсу облігації. Поточна дохідність характеризує облігацію як об'єкт довгострокового вкладення.

Повна дохідність враховує всі джерела доходу з облігацій і вимірюється відсотковою ставкою, яка називається ставкою місткості. Нарухування відсотків за цією ставкою на ціну придбання облігації дає дохід, еквівалентний фактичному доходу від облігації за весь період її існування.

Для наближеної оцінки ставки місткості порівнюють річний дохід від облігації з її середньою ціною. Вона визначається на основі номіналу і ціни купівлі. Аналізуючи рівень дохідності облігацій, необхідно взяти до уваги, що методика визначення річної ставки дохідності буде залежати від видів облігацій. Останні можуть бути: з виплатою відсотків наприкінці терміну; без зобов'язкового погашення з періодичною сплатою відсотків; такі, що погашаються наприкінці терміну.

Отже, рівень дохідності інвестицій у цінні папери залежить від ліквідності цінних паперів; зміни рівня відсоткових ставок на грошовому ринку позичкових капіталів і курсу валют; рівня оподаткування прибутку і приросту капіталу для різних видів цінних паперів; величини трансакційних витрат, пов'язаних з процедурою купівлі-продажу цінних паперів; частоти і часу надходження процентних ставок; рівня інфляції, попиту і пропозиції на цінні папери.

Список літератури

1. Бардиш Г. О. *Проектне фінансування: підручник* / Г. О. Бардиш. – Львів: ЛБІНБУ, 2006. – 463 с.
2. Бардиш Г. О. *Проектний аналіз: підручник* / Г. О. Бардиш. 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2006. – 415 с.
3. Бланк И. А. *Инвестиционный менеджмент: учебный курс* / И. А. Бланк. – К.: Эльга-Н. Ника-Центр 2001. – 448 с.
4. Гойко А. Ф. *Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрями їх реалізації* / А. Ф. Гойко. – К.: ВІРА – Р, 1999. – 320 с.
5. Островська Г. Я. *Фінансовий менеджмент: навчальний посібник* / Г. Я. Островська. – Тернопіль: підручники і посібники, 2008. – 576 с.
6. Пересада А. А. *Управління інвестиційним процесом* / А. А. Пересада. – К.: Лі-бра, 2002. – 472 с.
7. *Економіка підприємства: підручник* / Й. М. Петрович, А. Ф. Кіт, О. М. Семенів та ін. ; За загальною редакцією Й. М. Петровича: – Львів: „Новий світ-2000”, 2004. – 680 с.
8. Федоренко В. Г. *Інвестування: підручник* / В. Г. Федоренко. – К.: Алеута, 2006. – 443 с.
9. *Фінансово-економічний аналіз: підручник* / П. Ю. Буряк, М. В. Римар, М. Т. Биць та ін. / Під загальною редакцією П. Ю. Буряк, М. В. Римар – К.: ВД „Професіонал”, 2004. – 528 с.
10. Шелудько В. М. *Фінансовий ринок: підручник* / В. М. Шелудько. – К.: Знання, 2006. – 535 с.

РЕЗЮМЕ

Литвин Зоряна

Анализ эффективности финансовых инвестиций

Проанализированы классификации финансовых инвестиций. Предложено оценить эффективность отдельных финансовых инструментов.

RESUME

Lytvyn Zoryana

Analysis of effectiveness of the financial investment

The classification of financial investments are analyzed. The assessment of the effectiveness of certain financial instruments are proposed.

Стаття надійшла до редакції 01.11.2011 р.