

**Олена М. Ковальова**

**ФОРМУВАННЯ ТА ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОТЕНЦІАЛУ  
ВЕНЧУРНИХ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ**

*У статті визначена сутність інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ крізь призму певних науково-методологічних підходів та факторів впливу. Розглянута структура активів венчурних ІСІ. Запропоновані принципи вартісної оцінки інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ та алгоритм його розрахунку.*

*Ключові слова: інвестиційний потенціал; венчурні інститути спільного інвестування; активи; ліквідність; цінні папери.*

*Табл. 1. Літ.12.*

**Елена Н. Ковалева**

**ФОРМИРОВАНИЕ И ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА  
ВЕНЧУРНЫХ ИНСТИТУТОВ СОВМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

*В статье определена сущность инвестиционного потенциала венчурных ИСИ сквозь призму определенных научно-методологических подходов и факторов влияния. Рассмотрена структура активов венчурных ИСИ. Предложены принципы стоимостной оценки инвестиционного потенциала венчурных ИСИ и алгоритм его расчета.*

*Ключевые слова: инвестиционный потенциал; венчурные институты совместного инвестирования; активы; ликвидность; ценные бумаги.*

**Olena N. Kovalova**

**FORMATION AND ESTIMATION OF THE INVESTMENT POTENTIAL OF  
THE JOINT VENTURE INVESTMENT INSTITUTIONS**

*The essence of the investment potential of the joint venture investment institutions is defined in the article on the base of specific scientific and methodological approaches and factors of influence. The structure of assets of the joint venture investment institutions is considered. The principles of a value*

*estimation of the investment potential of the joint venture investment institutions and an algorithm of its calculation are proposed.*

*Keywords: investment potential; joint venture investment institutions; assets; liquidity; floater.*

**Постановка проблеми.** Необхідність здійснення структурних реформ у стратегічних секторах економіки, які були окреслені у Державній програмі активізації розвитку економіки на 2013-2014 роки [5], обумовлюють пошук джерел фінансових ресурсів для їх реалізації. В цьому контексті доцільно розглядати венчурні інститути спільного інвестування, які мають позитивну динаміку зростання обсягів активів та функціонують переважно як грошово-кредитні інститути на фінансовому ринку України, капітали яких є потенційним джерелом інвестицій у проекти реформ. Вітчизняні та зарубіжні науковці у свої працях розглядали різноманітні аспекти присвячені аналізу фінансового стану та динаміці розвитку і становлення даних фінансових інститутів, але поза увагою науковців залишилось питання оцінки інвестиційного потенціалу венчурних інститутів спільного інвестування. Проте від ефективності та адекватності оцінки інвестиційного потенціалу залежить вибір та фінансування тих чи інших проектів, в основі якої лежить прагнення до максимізації та отримання прибутку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Поняття «інвестиційний потенціал» досліджувалось в роботах відомих вчених, зокрема, С.В. Леоновим [9, 9] в частині структуризації науково-методологічних підходів до його сутності, Н.С. Краснокутської [7] у розрізі розгляду ресурсних складових інвестиційного потенціалу, О.М. Щербатюком [11] з погляду концептуалізації поняття «інвестиційний потенціал». Представлені роботи узагальнюють існуючі наукові погляди стосовно сутності та елементів «інвестиційного потенціалу», що є основою для розробки нового науково-методичного підходу до оцінки інвестиційного потенціалу венчурних інститутів спільного інвестування.

**Невирішені частини проблеми.** Постановка проблеми оцінки інвестиційного потенціалу венчурних інститутів спільного інвестування має важливу наукову та практичну цінність з огляду на початкову стадію становлення венчурного фінансування в Україні. Представлений напрямок дослідження є перспективним з огляду на переважну концентрацію вітчизняних науковців на питаннях ринку інститутів спільного інвестування.

**Метою дослідження** є розкриття сутності інвестиційного потенціалу венчурних інститутів спільного інвестування через опис та оцінку його ресурсної складової.

**Основні результати дослідження.** Звертаючись до наукових робіт, в яких висвітлено визначення та компоненти поняття «інвестиційний потенціал», слід констатувати відсутність сформованого єдиного підходу серед дослідників.

За думкою О.М. Щербатюка [11] інвестиційний потенціал слід розглядати як комплексне поняття, що включає «сукупність інвестиційних ресурсів, можливостей та умов їх ефективного використання». С.В. Леонов у своєму науковому дослідженні систематизує науково-методологічні підходи до визначення цього поняття, узагальнюючи їх у наступному твердженні: «інвестиційний потенціал має триалістичну природу, що обумовлює необхідність формування комплексного критерію його ідентифікації шляхом поєднання ресурсного та імовірнісного підходів, а також врахування ємнісного розуміння інвестиційної можливості» [9, 20].

На наш погляд, інвестиційний потенціал венчурних інститутів спільного інвестування слід визначати за допомогою системного поєднання ресурсного, ринкового, структурного та результативного підходів з огляду на специфіку діяльності даних суб'єктів фінансового ринку та відповідно до складу їх активів.

У структурі активів венчурних ІСІ превалює дебіторська заборгованість, що складає близько 50 % від загальної вартості активів. Таким чином, венчурні ІСІ можна визначати як кредитно-грошові інститути, що певною мірою

дозволяє ототожнювати їх функції з банківськими установами, що виконують роль посередників на ринку фінансових послуг.

З огляду на сутність венчурного фінансування, що є формою довгострокових інвестицій, визначальною метою існування якої є отримання високої норми прибутку шляхом здійснення матеріальних та інтелектуальних вкладень у перспективні з точки зору розвитку та капіталізації об'єкту проекти, до інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ слід окрім фінансових ресурсів, відносити кадровий та інформаційний потенціали, що опосередковують успішну реалізацію та хід інвестиційних процесів. Тобто окрім монетарного підходу при визначенні інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ, слід керуватись результативним. Так, згідно з дослідженням Н.С. Краснокутської, результативний підхід включає та здійснює оцінку наявності у суб'єктів необхідних компетенцій та спроможностей досягати запланованого результату [7].

На факторі часу слід особливо ретельно зупинитись у випадку з інвестиційним потенціалом венчурних ІСІ з причини циклічності процесів відтворення капіталу, зміни фаз розвитку венчурної фірми, етапів реалізації інвестиційних проектів. Фактор часу слід враховувати при формуванні дерева цілей та стратегії розвитку венчурного фонду, що у свою чергу впливає на систему показників інвестиційного потенціалу, визначення яких можна здійснювати на конкретну дату, та які дозволяють оцінити потенційні можливості акумуляції та мобілізації коштів під певний інвестиційний проект.

Слід також приймати до уваги показники фінансової незалежності, платоспроможності та ліквідності, що мають вплив на фінансовий стан венчурного ІСІ та відповідно на їх інвестиційний потенціал, ресурси які вони можуть задіяти у певному інвестиційному проекті.

Вище окреслені наукові підходи та фактори впливу сприяють формуванню наступного визначення: інвестиційний потенціал венчурних ІСІ – це сукупність активів та грошових ресурсів, вартість яких може бути достовірно визначена, що є в наявності або можуть бути забезпеченні та

залучені суб'єктом у певному часовому проміжку на конкретну дату оцінки, без втрати прибутковості діяльності, з урахуванням фінансових показників платоспроможності, автономності, які користуються попитом на ринку інвестиційного капіталу відповідно до індикаторів функціонування ринку венчурного фінансування.

Згідно зі статтею 7 п. 10 Закону України «Про інститути спільного інвестування», венчурний фонд визначається як «недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб» [1]. До активів венчурних ІСІ не застосовуються жорсткі обмеження згідно з законодавством, вони можуть включати цінні папери, в т.ч., що були недопущені до торгів на фондовій біржі, кошти, у тому числі в іноземній валюті, банківські метали та інші активи, передбачені законодавством, нерухомість.

Розгляд активів венчурних інститутів спільного інвестування має особливу актуальність в контексті оцінки їх інвестиційного потенціалу. Їх склад та обсяг формують загальну структуру портфеля активів інститутів спільного інвестування згідно з їх переважною часткою у вартості активів ринку ІСІ – 94,8 % у 2013 році, найбільшою питомою вагою у загальній кількості ІСІ – 79,6 %. Структура активів венчурних ІСІ відповідно з інструментами інвестування наведена у табл.1.

Питома вага дебіторської заборгованості у загальній структурі активів зростає протягом 2011-2013 років та складає більше половини від загальної суми активів у 2013 році – 52,1%. Інвестиції у цінні папери є наступним за обсягом елементом портфелю активів, а саме в акції та облігації підприємств. Частка інших інвестицій залишається приблизно на одному і тому ж самому рівні протягом досліджуваного періоду. Найбільш ліквідна частина портфелю активів венчурних ІСІ – грошові кошти на рахунках у банку складає незначну частину у загальній сумі – від 2,1 до 3,5 %. Недосконалість фондового ринку

України та його загальні тенденції впливають відповідно на склад та структуру активів венчурних ІСІ, на що вказує вертикальний аналіз портфеля.

Таблиця 1

Аналіз структури активів венчурних ІСІ

Активи	На 31.12. 2011 р.		На 31.12. 2012 р.		На 31.12. 2013 р.	
	Вартість, млн. грн.	Питома вага, %	Вартість, млн. грн.	Питома вага, %	Вартість, млн. грн.	Питома вага, %
1. Цінні папери	39334,68	33,2%	47624,20	32,0%	49353,20	28,7%
2. Грошові кошти на рахунках у банку	4149,96	3,5%	3178,38	2,1%	3887,83	2,3%
3. Банківські метали	12,42	0,0%	308,55	0,2%	5,27	0,0%
4. Дебіторська заборгованість	54440,00	46,0%	73294,19	49,3%	89405,38	52,1%
5. Інші інвестиції	17446,34	14,7%	20822,39	14,0%	24836,18	14,5%
6. Об'єкти нерухомості	3080,05	2,6%	3548,44	2,4%	4183,52	2,4%
Всього	118463,45	100,0%	148776,16	100,0%	171671,38	100,0%

Розраховано автором на основі даних [10]

У цьому зв'язку пропозиції Т.Б. Кублікової у працях [8, 117] та [12, 153] стосовно необхідності вживання термінових заходів, спрямованих на розвиток інфраструктури ринку цінних паперів України, імплементації нових фінансових інструментів є цінними.

Значний обсяг дебіторської заборгованості вказує на функціонування венчурних ІСІ переважно як кредитно-грошових інститутів на фінансовому ринку, інвестиційний потенціал яких може бути використаний при реалізації структурних реформ у стратегічних секторах економіки. Горизонтальний аналіз портфелю підтверджує цю думку з огляду на зростаючу динаміку вартості активів венчурних ІСІ. Саме приріст дебіторської заборгованості вплинув на збільшення активів – у 2012 р. на 62,2 % і у 2013 р. на 70,4 %.

Оцінка потенціалу передбачає визначення принципів вартісної оцінки його складових. При оцінці окремих складових потенціалу необхідно додержуватися наступних принципів:

- оцінка складових потенціалу повинна враховувати правила визначення чистої вартості активів ІСІ, тобто враховувати імовірнісний підхід до можливості втрати оцінної вартості активів, за допомогою використання понижувальних коефіцієнтів;
- визначення інвестиційного потенціалу доцільно проводити у відносних показниках для можливості порівняння та оцінки якості потенціалу;
- врахування швидкості конвертації активів ІСІ у грошові фонди для інвестування;
- визначення інвестиційного потенціалу з урахуванням показника фінансової автономії, що враховує вплив зобов'язань венчурного фонду на розмір інвестиційного потенціалу;
- використання критеріїв ефективності конвертації активів ІСІ відповідно до конкретних об'єктів інвестування;
- врахування фактору часу.

Оцінка складових активів венчурних ІСІ залежить від категорії активів. При визначенні частки ресурсів, які можуть бути включені до інвестиційного потенціалу, доцільно використовувати "Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування", що затверджено рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 30.07.2013 № 1336 [2].

Визначення інвестиційного потенціалу передбачає проведення моніторингу наявності вільних грошових коштів ІСІ на певну дату та можливості конвертації активів підприємства, що знаходяться в інших видах активів, без втрати їх прибутковості та із певною швидкістю ліквідності.

При визначенні інвестиційного потенціалу слід враховувати, з одного боку, ліквідність певного активу, тобто можливість та швидкість переведення активів у грошовий фонд за вартістю близькою до ринкової або без значної втрати балансової облікової вартості активів, а з іншого – доцільність перетворення активу у грошовий фонд без втрати доходності фонду.

На наш погляд, оцінка інвестиційного потенціалу має здійснюватись стосовно певного інвестиційного проекту, в основі якої буде лежати порівняння поточних показників доходності фонду та очікуваних від реалізації інвестиційного проекту. Доцільно дисконтувати також вартість з метою визначення доцільності перетворення певного активу у складі портфеля венчурного ІСІ у грошові кошти.

Розглядаючи цінні папери, що складають близько 30 % у структурі активів венчурних ІСІ (табл.1), слід наголосити на тому, що швидкість та доходність їх конвертації буде залежати від кон'юнктури на товарному ринку підприємств-емітентів, ринкової ситуації на біржі цінних паперів, обґрунтованості та оперативності рішень власників цінних паперів.

До факторів, які слід враховувати при включенні певних цінних паперів, що знаходяться у портфелі активів венчурних ІСІ, до їх інвестиційного потенціалу, відносять наступні:

1) Внесення цінних паперів українських емітентів до біржового списку, що означає що цінні папери пройшли певну процедуру допуску до торгів на фондовій біржі. Їх наявність в цьому документі фондової біржі свідчить також про попит на ринку на дані цінні папери та наявність біржових операцій з ними на протязі останніх 60 календарних днів.

2) Внесення цінних паперів до біржового реєстру. До біржового реєстру цінні папери вносяться на основі виконання вимог, що висуваються до першого та другого рівня лістингу (вартість чистих активів емітента, його строк існування та ін.) згідно з Положенням про функціонування фондових бірж [3].

3) Біржовий курс цінних паперів, який дозволяє визначити спрямованість змін стосовно вартості цінного паперу та ринковий попит на цінні папери, який розраховується згідно з Рішенням № 1466 Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [4].

4) Показник ефективності ліквідності, якій характеризує активність ринку стосовно цінного паперу та який пропонується розраховувати Т.А. Васильовою



та Д.Л. Циганюком на момент оцінки або на прогнозний момент в майбутньому за формулою:

$$K_{e.l.} = \frac{P_{buy} * (1 + r)^T - \sum d}{P_{bid}}, \quad (1)$$

де  $P_{buy}$  – ціна, за якою акція була куплена,  $P_{bid}$  – поточна, біржова або прогнозна ціна попиту на цінний папір на ринку,  $r$  – середньо ринкова річна банківська депозитна ставка,  $T$  – термін перебування паперу в портфелі ІСІ в роках,  $\sum d$  – сума дивідендів, отриманих протягом періоду  $T$  [6, 149].

Запропонований авторами підхід дозволяє визначити цінні папери, що підлягають першочерговій конвертації. Таким чином, даний показник необхідно враховувати при визначенні інвестиційного потенціалу, так як він дозволяє зберегти існуючу доходність та здійснити капіталовкладення у більш прибуткові проекти.

5) Показник ліквідності окремих складових портфелю дозволить коректувати вартість активів відповідно до ринкової кон'юнктури на певні види активів.

6) Облік впливу фінансового стану емітентів цінних паперів, дебіторів, товариств, паями та частками яких володіє ІСІ, дозволить врахувати та мінімізувати фінансовий, кредитний та комерційний ризики. На нашу думку, з метою обліку даного впливу слід використовувати понижувальні коефіцієнти, що запропоновані у Положенні про порядок визначення вартості чистих активів ІСІ [2].

Спираючись на вищезазначені фактори впливу на інвестиційний потенціал венчурних ІСІ, запропонуємо наступний алгоритм його визначення відповідно до видів активів:

$$П_{інв} = \sum_{i=1}^{22} П_i * K_i * K_{ei} * K_{li}, \quad (2)$$

де  $\Pi_{інв}$  – сукупний інвестиційний потенціал ІСІ відповідно до інвестиційного проекту з визначеним рівнем рентабельності ( $R_{np}$ );

$\Pi_i$  – питома вага  $i$ -го елемента активів ІСІ у сукупній балансовій вартості;

$K_i$  – понижувальний коефіцієнт відповідно [2];

$K_{ei}$  – коефіцієнт, що враховує ефективність ліквідності окремих елементів активів, що побудований за бінарною формою, при ефективній ліквідності він дорівнює одиниці, при недоцільності ліквідності активу нулю;

$K_{li}$  – коефіцієнт, що враховує рівень ліквідності, тобто можливості ліквідності з умовою втрати або збереження балансової вартості при конвертації у грошові кошти;

$i$  – від елемента активів ІСІ.

Даний розрахунок виконаний у відносному виразі, що дозволяє порівнювати можливості різних ІСІ щодо інвестування за різними періодами часу та різними проектами. Він є основою для розробки показників якості інвестиційного потенціалу відносно різних інвестиційних проектів.

Інвестиційний потенціал у вартісному вимірі ( $\Pi_{інв.варт.}$ ) дорівнює :

$$\Pi_{інв.варт.} = \Pi_{інв.} * B_{\sigma}, \quad (3)$$

де  $B_{\sigma}$  – балансова вартість активів ІСІ.

На наш погляд, доцільно здійснювати корекцію вартісного виразу інвестиційного потенціалу на коефіцієнти фінансової незалежності ІСІ.

Використаємо коефіцієнт автономії з метою визначення незалежного інвестиційного потенціалу ( $\Pi_{інв.незалеж.}$ ,  $\Pi_{інв.варт.незалеж.}$ ):

$$\Pi_{інв.незалеж.} = \Pi_{інв.} * K_{авт.}, \quad (4)$$

$$\Pi_{інв.варт.незалеж.} = \Pi_{інв.варт.} * K_{авт.}, \quad (5)$$

де  $K_{авт}$  – коефіцієнт автономії, що визначається як відношення власного капіталу до сукупного капіталу відповідно до статей балансу.

Розроблені методичні засади визначення інвестиційного потенціалу венчурних інститутів спільного інвестування дозволяють здійснювати оцінку можливості участі фонду у певному інвестиційному проекті у певний період часу, порівнювати інвестиційний потенціал певних фондів, максимізувати доходність венчурних ІСІ.

**Висновки.** Проведене дослідження дозволило сформулювати авторський погляд на сутність інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ на основі дослідження існуючих науково-методологічних підходів до визначення поняття «інвестиційний потенціал» та супутніх факторів впливу. Аналіз елементів активів венчурних ІСІ проведений відповідно до інструментів інвестування дозволив визначити ресурсні складові інвестиційного потенціалу, які мають різну економічну природу і різні здатності до конвертації у грошові кошти. Автором були розроблені методичні засади щодо оцінки окремих елементів активів при включенні їх до інвестиційного потенціалу. Запропоновані показники інвестиційного потенціалу у відносному та вартісному вигляді, які створюють інструмент його оцінки у динаміці та визначення його якості відносно до проектів зазначеної доходності.

1. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI // <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17/page>

2. *Положення* про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування, затв. Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 30.07.2013 № 1336 // <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1444-13/page>.
3. *Положення* про функціонування фондових бірж, затв. Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 22.11.2012 № 1688 // <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>
4. *Порядок* визначення біржового курсу цінного папера, затв. Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 13.08.2013 № 1466 // <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1522-13>
5. *Постанова* Кабінету Міністрів України від 27 лютого 2013 р. № 187 про затвердження Державної програми активізації розвитку економіки на 2013-2014
6. *Васильєва Т. А.* Вдосконалення системи оцінки ліквідності портфеля цінних паперів інститутів спільного інвестування // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2010. – № 1. – Т. 2. – С. 146-153.
7. *Краснокутська Н.С.* Потенціал підприємства: формування та оцінка. – К.: ЦНЛ, 2005. – 352 с.
8. *Кублікова Т.Б.* Напрямки розвитку інститутів спільного інвестування в Україні // Одеса. ОДЕУ. Збірник наукових праць. – 2009. – № 11. – С. 114-118.
9. *Леонов С.В.* Інвестиційний потенціал банківської системи: методологія формування та використання: автореф. дис. докт. екон. наук за спец. 08.00.08/ Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи НБУ". – Суми, 2010. – 44 с.
10. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку / Річна звітність // <http://www.nssmc.gov.ua/>
11. *Щербатюк О.М.* Дефініція «інвестиційний потенціал підприємства»: сутність та відмінності // Ефективна економіка. – 2011. – №11.
12. *Kublikova T., Kublikov V.* Investment potential of the population and the financial market of Ukraine // Tbilisi State University. Faculty of Economics and Business. Tbilisi Publishing House „Universal“ – 2013. – С. 143-154.